



Munich Personal RePEc Archive

Social businesses funding- France vs. California: Access to equity and equity-like capital

Blazy, Clémentine

France Active, Sciences Po

13 July 2011

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/33220/>

MPRA Paper No. 33220, posted 08 Sep 2011 13:16 UTC

Social businesses funding - France vs. California: Access to equity and equity-like capital

English abstract

This paper aims at comparing French and Californian social businesses' financial structure and their access to equity and equity-like funding. The author finds from the study of an 800-French social businesses sample that these French organizations suffer from a lack of access to this type of capital. This puts them at risk in their early stages and makes it difficult to develop at a larger scale. As seen from France, the Californian social business sector seems more flourishing, and the access to equity funding a less acute issue. This paper tries to put this first impression to test and to know both institutionally and factually about social businesses in California, their financial structure depending upon their stages, and the type of financial tools they have (or don't have) access to.

Although the social investors' community is much more numerous in California than in France, and that many major financial institutions and foundations have recently taken several decisive steps towards a highly structured "impact investing" market, the author identifies several nuances to be made. Among them, the fact that the french legal frame incentivizes the diversion from part of the flow of capital towards these businesses, whereas the american legal structure still refrains in part these types of investments. Moreover, the numerous social investors' community in California is also extremely scattered in their investment strategy, infringing in a way the flow of capital the social businesses can have access to: social investment is still a nascent field and entails today a wide scope of definitions, depending on the investor.

Le financement des entreprises sociales – Une comparaison France - Californie

*Accès aux fonds propres et aux
financements moyen terme*

Clémentine Blazy

Juillet 2011

Introduction.....	3
Première partie : situation financière des entreprises sociales. Un état des lieux comparé.....	7
1) En France: une santé financière fragile qui compromet le développement du secteur.....	7
a) Des besoins de financement du cycle d'exploitation plus importants.....	7
b) Une rareté des fonds propres	8
c) Un taux d'endettement vite élevé, et un recours intensif aux financements court terme.....	11
d) Impact sur la population des entreprises sociales.....	14
2) En Californie : insuffisance de financements d'amorçage, contrainte des statuts juridiques	15
a) De quelles entreprises sociales parle-t-on ?	15
b) Le financement des entreprises sociales en développement	18
c) Le financement des entreprises sociales en démarrage	20
Deuxième partie : l'investissement à impact social, en Californie et en France.....	25
1) Les ressources disponibles	25
a) Quelques ordres de grandeur : les capitaux à impact aux Etats-Unis	25
b) D'où proviennent les fonds ?	26
c) Une typologie des investisseurs « sociaux »	29
d) Les ressources sont elles adaptées aux besoins des entreprises sociales ?	33
2) Existe-t-il un marché des entreprises sociales?	37
a) Visibilité des entreprises sociales : accroître la cohérence du secteur	39
b) Légitimité des entreprises sociales : la mesure de l'impact social.....	40
3) Le marché des entreprises sociales attire-t-il les investisseurs ?	42
a) La barrière du rendement financier.....	42
b) La barrière du statut juridique	44
c) La relative illiquidité du marché.	47
Conclusion : forces et faiblesses de chaque écosystème.....	49
Remerciements.....	52
Bibliographie.....	52
Entretiens réalisés.....	53
Lexique	54
Table des Figures	55

Introduction

En France, les entreprises sociales et solidaires gagnent en notoriété : les produits d'épargne solidaire représentent un encours de 2,4mds d'euro en 2009 (+47% par rapport à 2008) et d'après un sondage IPSOS des 12 et 13 mars 2010, 50% des Français connaissent l'épargne solidaire¹. Malgré cette popularité croissante, une insuffisance d'accès aux financements de fonds propres et quasi fonds propres entrave à la fois le développement de ces entreprises à l'échelle nationale et la création de nouvelles activités. Ce constat dressé par des investisseurs dédiés au financement des entreprises sociales comme France Active, a été repris en 2010 par Francis Vercamer (député du Nord) dans le rapport de sa mission parlementaire sur l'Économie Sociale et Solidaire en France²³. En réponse au **besoin de quantification du secteur**⁴, ce mémoire cherche en premier lieu à étayer le constat de M. Vercamer à partir de l'étude d'un échantillon de 800 entreprises sociales françaises financées entre janvier 2001 et juin 2007 par le réseau France Active. Dans un second temps, tentant de répondre à la question « **L'herbe est elle plus verte ailleurs ?** », nous mettons en regard les entreprises sociales françaises et californiennes du point de vue de leur accès aux financements (dette moyen long terme, fonds propres, quasi fonds propres). En effet, les Etats-Unis laissent entrevoir une source d'inspiration pour l'entrepreneuriat social français, en raison notamment :

- d'un marché de capitaux privés plus mûr qu'en Europe,
- d'un mode de développement des initiatives sociales affranchi malgré lui des financements publics.

Ce dernier trait est particulièrement prononcé en Californie, réputée pour son dynamisme entrepreneurial. De plus l'économie, la surface et le nombre d'habitants y sont plus comparables à la France que l'ensemble vaste des Etats-Unis, justifiant ainsi le choix de cet état pour notre étude comparative.

Périmètre de l'étude : de quel entrepreneuriat social parle-t-on ? Entreprise sociale (ES) en France comme *social enterprise* (SE), ou encore *social business* (SB) aux États-Unis recouvrent des significations très diverses. Deux définitions Française et Nord-Américaine données par des mouvements de référence au niveau national révèlent également des approches divergentes d'un pays à l'autre :

¹ Dossier de presse Finansol pour la semaine de l'épargne solidaire, novembre 2010

² **Rapport de la mission parlementaire sur l'Economie Sociale et Solidaire (2010, Francis Vercamer)**

³ Ce rapport n'inclut pas les sociétés commerciales autres que coopératives

⁴ Identifié notamment dans l'article *From Fragmentation to function* (2007, Jed Emerson et al.) sur la structure des « marchés de capitaux sociaux »

- Pour le Mouvement des Entrepreneurs Sociaux⁵, les entreprises sociales et solidaires sont des « entreprises à finalité sociale ou sociétale et à lucrativité limitée (profits réinvestis, rémunération limitée du capital, échelle des salaires encadrée). Ces entreprises cherchent à associer leurs parties prenantes à leur gouvernance. » Ainsi, les entreprises disposant d'agréments avec l'Etat en raison de leur mission sociale (emploi de personnes exclues du marché du travail) telles que les entreprises d'insertion ou les entreprises adaptées sont bien entendu des entreprises sociales. Mais une société coopérative telle que Websourd illustre également très bien cette définition. Créée pour permettre l'accès des sourds aux administrations et institutions telles que les CAF ou les Mairies, elle a construit une plateforme internet d'interprètes de la langue des signes permettant le dialogue « direct » entre employés de ces structures et personnes sourdes.

- De son côté, la Social Enterprise Alliance⁶ donne des *social enterprises* la définition suivante : *"an organization or venture that achieves its primary social or environmental mission using business methods. The social needs addressed by social enterprises and the business models they use are as diverse as human ingenuity. Social enterprises build a more just, sustainable world by applying market-based strategies to today's social problems"*. Green Street (CA) est un exemple de *social enterprise* en développement dans la région de San Francisco : elle assure la collecte des déchets recyclables et compostables pour le compte de gestionnaires de parcs de logements sociaux et emploie pour cela des jeunes adultes inactifs habitant ces complexes. Ceux-ci sont par la suite associés au capital de l'entreprise. Greyston Bakery (NY) en est un autre exemple. Société commerciale propriété d'une fondation, elle veut permettre le retour à l'emploi de personnes qui en sont éloignées : *"we don't hire people to make brownies, we make brownies to hire people"*. Le spectre couvert par les *social enterprises* est néanmoins beaucoup plus vaste. C'est du moins ce dont témoigne le champ d'éligibilité de certains investisseurs dits « à impact » : ainsi, Adina For Life, entreprise agroalimentaire (café et jus de fruits) créée en 2004 autour d'un produit biologique et respectueux des règles du commerce équitable a rejoint en 2008 le portefeuille du SEEF (Social Enterprise Expansion Fund) de Good Capital, qui a reconnu dans son projet un engagement dépassant la simple responsabilité sociale de l'entreprise.

Jed Emerson, ancien directeur de REDF⁷ et du Larkin Street Youth Center⁸, et auteur de nombreux articles en

⁵ Organisation dédiée à la représentation et la défense des intérêts des entrepreneurs sociaux auprès des pouvoirs publics. Créée en février 2010 afin de promouvoir le développement de l'entrepreneuriat social en France, le mouvement rassemble aujourd'hui 200 adhérents, et la plupart des entreprises sociales emblématiques du secteur.

⁶ SEA, créée en 1998, regroupe plus de 500 organisations en Amérique du Nord, dont 400 aux États-Unis. L'alliance vise à représenter et défendre les intérêts des entrepreneurs sociaux en Amérique du Nord.

⁷ Organisation de *venture philanthropy* ciblant les entreprises sociales créant en priorité des emplois pour les personnes en difficulté.

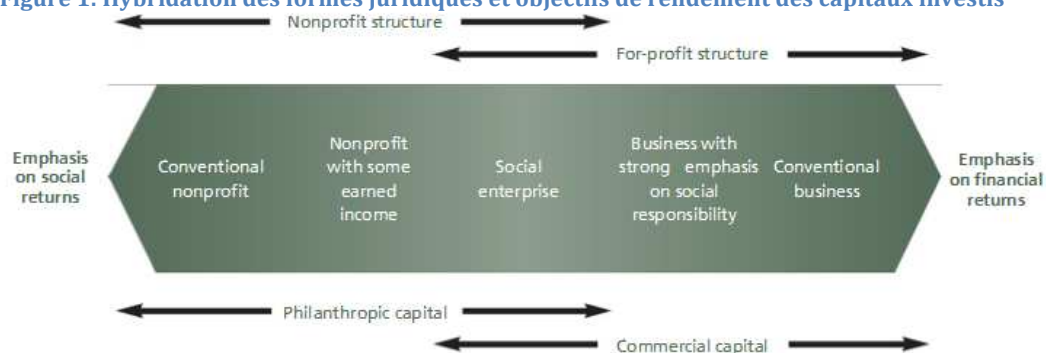
⁸ Organisation animant un ensemble de programmes destinés aux jeunes sans abri : services de santé, solutions de logement, formation et accompagnement à l'emploi (elle n'a pas développé d'entreprise sociale).

particulier pour le centre Skoll pour l'entrepreneuriat social, ajoute dans une tentative de définition des *social businesses*, une notion de taille qui nous paraît pertinente, fixant la limite entre *social business* et entreprise classique à \$50m de revenus annuels. Enfin, questionné sur la différence entre *social enterprise* et *social businesses*, Jed Emerson à nouveau conclut que “*rather than on definitions, the focus should be on finding new ways to make positive social change*”. Sur la base de ces définitions, on observe que l'approche Nord-Américaine, plus large et privilégiant l'innovation, se distingue de l'approche Française, plus restrictive quant au modèle économique (« lucrativité limitée ») et à la gouvernance⁹.

Ce travail se concentrera sur les entreprises qui renforcent les communautés au sein desquelles elles sont implantées en employant des personnes exclues du marché du travail, et les entreprises développant une activité économique autour d'un besoin collectif (santé, éducation, mobilité, protection de l'environnement...) non satisfait car situé sur un segment de marché insuffisamment solvable *a priori*. Dans ce cadre, elles devront souvent bénéficier temporairement ou durablement de subventions pour atteindre et dépasser leur point mort. Mais la viabilité économique et *in fine* la rentabilité de l'entreprise sont poursuivies au même titre que sa mission sociale, afin de garantir celle-ci.

Question de la forme juridique : l'étude porte sur les sociétés commerciales comme sur les associations (« *non profit* »). Les deux types d'organisation sont employés largement en France comme en Californie, et font également face à des problématiques d'accès aux financements, en particulier de haut de bilan. Cette problématique est résumée dans le graphique ci-dessous (Source : M.Chertok et al, *The Funding Gap*, Stanford Social Innovation Review-Summer 2008¹⁰) :

Figure 1: Hybridation des formes juridiques et objectifs de rendement des capitaux investis



⁹ On note sur ce point que le gouvernement britannique, dans sa définition des SB souscrit plutôt à l'approche française (“*business with primarily social objectives whose surpluses are principally reinvested for that [social] purpose in the business or in the community rather than being driven by the need to maximize profit for the shareholders and owners*”), laissant se dégager une distinction Europe /Amérique du Nord plutôt qu’Anglo-saxonne/Latine.

¹⁰ Adapté de Jed Emerson, *The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns*, California Management Review-Summer 2003

Taille du secteur : le tableau ci-dessous recense les entreprises sous agrément avec l'État ou disposant d'un label SCOP ou SCIC (entreprises coopératives dont les salariés sont associés au capital) et permet d'effectuer une première estimation du secteur social et solidaire en France.

Figure 2: Quelques chiffres du secteur social et solidaire en France

Type d'établissement	Nombre d'établissements	Nombre de salariés	Source
AI	782	112 000 salariés en insertion en moyenne sur l'année	Chiffres DARES au 31.12.2008 (rapport 2011)
EI	989		
ETTI	225		
ACI	1,460		
EA	625	19 625 ETP	Chiffres DGEFP/CNASEA du premier semestre 2008 (rapport 2010)
ESAT	1,437	104 261 places	Chiffres DREES au 1er janvier 2006 (2007)
SCIC	89	40 000 salariés	Chiffres CGSCOP, fin 2009
SCOP	1,836		
Total	7,443		

Dans une approche se voulant plus globale, le *Panorama de l'économie sociale et solidaires 2010* publié par le CNCRES évalue à 215 000 le nombre d'entreprises sociales et solidaires en France (établissements employeurs) employant plus de 2 millions de salariés (9% des établissements employeurs français et 10% des salariés). Ce recensement, fondé sur un critère unique de forme juridique, englobe de façon large l'ensemble des coopératives, mutuelles, associations, syndicats et fondations, indépendamment de leur mission sociale. Par ailleurs il omet les sociétés commerciales agréées entreprise d'insertion ou entreprise adaptée, par exemple, qui font bien partie du champ de l'entrepreneuriat social. L'enquête donne néanmoins un aperçu détaillé du secteur, dont aucun équivalent ne semble malheureusement disponible à ce jour en Californie.

Plan : la première partie de ce travail tente d'évaluer la situation financière d'un échantillon de ces entreprises françaises à partir d'une étude quantitative, puis d'estimer celle de consœurs californiennes en se fondant sur un ensemble d'articles et d'entretiens d'acteurs du secteur. La deuxième partie dresse un panorama succinct et critique de l'écosystème dans lequel évoluent les *social enterprises/social businesses* en Californie. Elle identifie enfin les initiatives prises de part et d'autre de l'Atlantique pour accélérer l'émergence d'un secteur à part entière, afin de déceler d'éventuelles sources d'inspiration croisées.

Première partie : situation financière des entreprises sociales. Un état des lieux comparé

1) En France: une santé financière fragile qui compromet le développement du secteur.

Cette partie analyse un échantillon composé de 808 entreprises financées par le réseau France Active entre 2001 et 2007, dont les caractéristiques et biais principaux sont les suivants :

- 539 entreprises en développement (plus de deux ans d'existence au moment du financement) ;
- 269 entreprises en création (moins de deux ans d'existence au moment du financement) ;
- l'échantillon contient à la fois des entreprises sous statut commercial et associatif. Le mode de gouvernance et l'accès aux fonds propres sont distincts entre ces deux familles de statuts, néanmoins le traitement conjoint des données issues de ces deux types d'entreprises se justifie par les grandes similitudes observées au niveau de leur structure financière ;
- l'échantillon est composé d'entreprises qui ont été identifiées et jugées finançables par France Active : il ne reflète donc que la part des entreprises correspondant aux critères d'éligibilité de ce financeur (en premier lieu, création d'emploi pour les personnes en situation d'exclusion), qui ont su justifier d'un plan d'affaires a priori économiquement viable ;
- la taille de l'échantillon est très modeste au regard de la population totale d'établissements de l'économie sociale et solidaires dénombrées par le CNCRES (0,4%), plus représentative si celui-ci est rapporté à l'ensemble plus restreint des structures exerçant une l'activité économique et disposant d'un agrément d'état en lien avec leur mission sociale ainsi que des SCOP et SCIC (10,9%).

Une part importante des entreprises de notre échantillon affiche un haut de bilan insuffisant au regard des besoins de financement de leur cycle d'exploitation.

a) Des besoins de financement du cycle d'exploitation plus importants

Les entreprises sociales (ES) doivent financer de coûteux cycles d'exploitation. Pour la moitié des entreprises en développement¹¹ de notre échantillon, les besoins relatifs au cycle d'exploitation constituent en effet plus de 70% du plan de financement. Cette situation s'explique par :

- des activités habituellement génératrices de BFR, sur lesquelles les ES sont souvent positionnées (sous-traitance industrielle/production, BTP, recyclage/traitement des déchets) ;
- des tailles moyennes souvent modestes pouvant les placer en situation de faiblesse dans leurs négociations fournisseurs et clients ;
- des lacunes dans la gestion financière de l'entreprise, par manque de temps et/ou de moyen et/ou d'organisation *ad hoc* ;
- une mixité des ressources (privées/publiques). Pour une bonne part de ces entreprises, même si une partie

¹¹ 2 ans et plus

substantielle des aides les plus récurrentes est aujourd'hui mensualisée, le volet « social » (sur fonds publics) est parfois synonyme de délais de règlement longs.

Quelques exemples :

- les chantiers d'insertion sont financés pour leur action d'accompagnement suivant un calendrier très étiré ;
- les entreprises de services aux personnes positionnées sur l'assistance aux personnes âgées dépendent pour partie des financements de Conseils Généraux parfois peu empressés au règlement (notamment en raison de leur situation financière tendue liée entre autres à la prise en charge du RSA) ;
- les entreprises d'éducation à l'environnement sont notamment financées par des fonds européens dont les délais de règlement peuvent excéder 6 mois.

L'année précédant leur financement par France Active, les entreprises en développement de notre échantillon présentent en moyenne un BFR correspondant à 60 jours de CA (et autres subventions). Elles prévoient près de 80 jours l'année suivante (progression reflétant les projets de croissance de ces entreprises). En comparaison, le bulletin de la Banque de France du 3^{ème} trimestre 2010 fait état d'un BFR pour l'ensemble des PME en 2008 de l'ordre de 30 à 35 jours de CA.

b) Une rareté des fonds propres

- i) Au moment de la création : une dotation en capital initial souvent faible.

Plus de 30% des 269 entreprises en création de l'échantillon démarraient avec des fonds propres (capital et subventions d'investissement) inférieurs à 15k€¹². Pour plus de 40% d'entre elles, le capital/fonds associatif était quasi nul, les financements de départ étant constitués de subventions fléchées vers des investissements. 20% de ces entreprises en création avaient rassemblé un montant des fonds propres au démarrage représentant moins de 10 jours de CA (TTC).

¹² Pour près de 54%, les fonds propres n'excédaient pas 35k€.

Figure 3: Répartition des entreprises en démarrage en fonction du montant de leurs fonds propres (en k€)

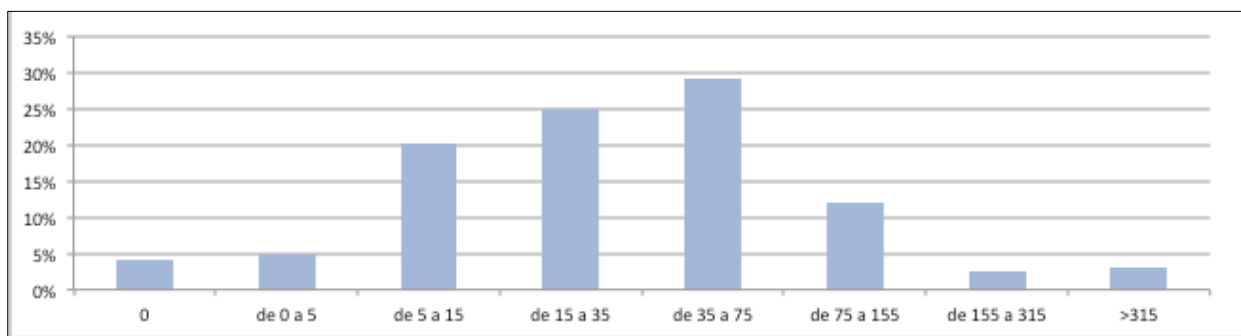
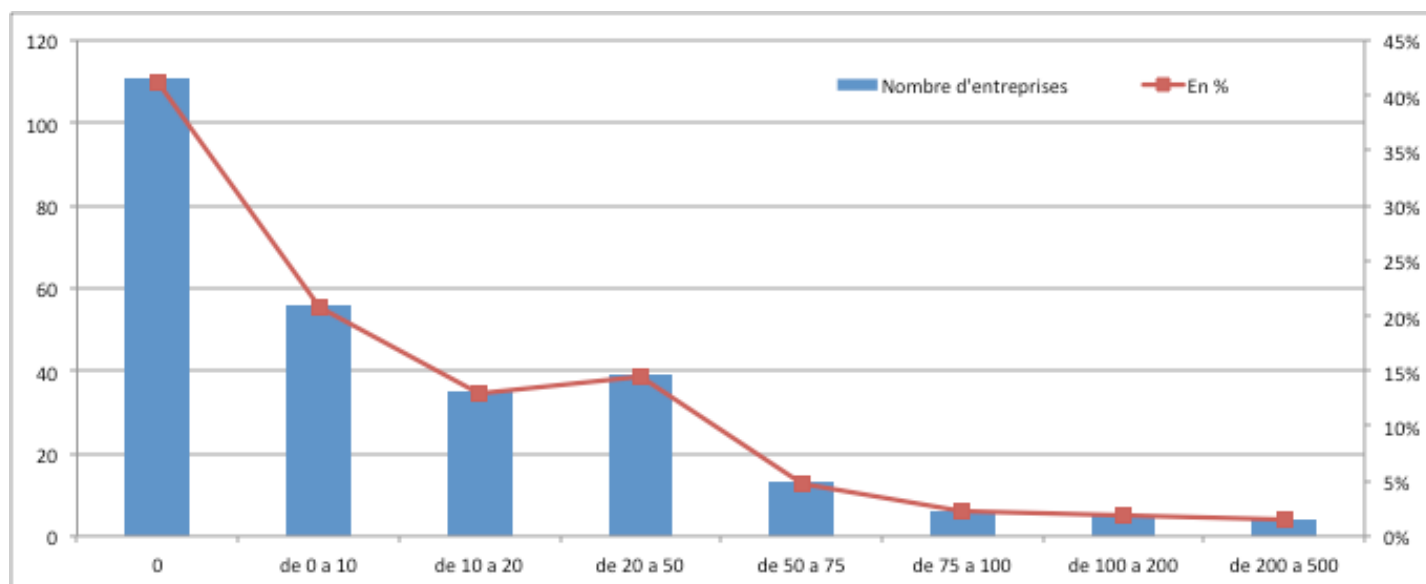


Figure 4: Répartition des entreprises en démarrage en fonction de leur montant de capital de départ (en k€)



Des conséquences très concrètes : illustration en Isère

Une entreprise adaptée de sous-traitance industrielle de notre échantillon a démarré son activité en 2005 avec un capital minime de 1,6k€ et une dette à échéance 5 ans 10 fois supérieure (18k€). 18 mois plus tard, employant une dizaine de salariés dont 3 travailleurs handicapés, elle se trouvait au bord du dépôt de bilan faute de liquidité, très lourdement endettée, et dans l'incapacité de réaliser les investissements indispensables à la poursuite de son activité. Les financements court terme auxquels elle se trouvait contrainte lui coûtaient 2% de son CA, pour un résultat d'exploitation n'excédant pas alors 3% du CA.

ii) Durant leur développement.

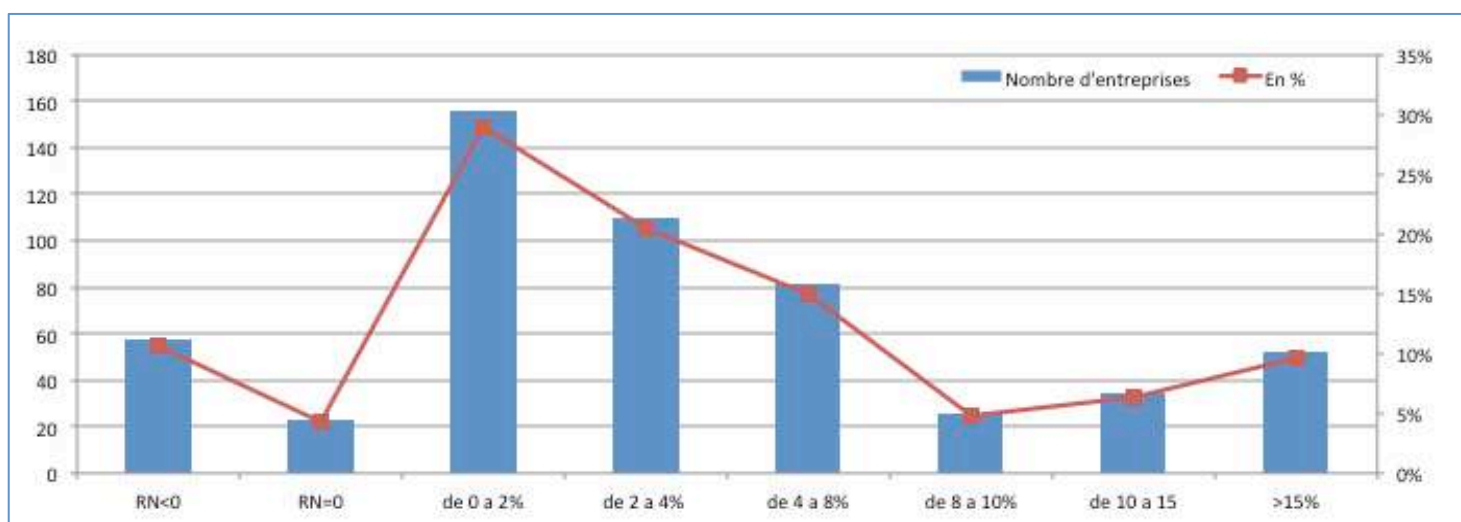
La croissance organique des fonds propres des ES est limitée. Le coût social pris en charge par ces entreprises pèse sur leur rentabilité nette : il ne permet pas de dégager rapidement des résultats comparables à ceux d'entreprises commerciales classiques de taille similaire. La rentabilité nette *prévisionnelle* (voir figure 5) est

ainsi inférieure à 4% du CA pour 64% de notre échantillon (la rentabilité prévisionnelle totale du portefeuille est de 3%).

De même, la rentabilité financière *prévisionnelle* de l'échantillon (Résultat net année n/fonds propres n) est de 9%. On peut supposer qu'elle bénéficie d'une prime (tendance habituellement optimiste des prévisionnels). Elle reste cependant nettement en deçà du ratio calculé pour l'ensemble des PME non financières françaises, dont la rentabilité financière (réelle) oscille entre 14 et 16% entre 2000 et 2004¹³.

Ces résultats modestes ne permettent ni de constituer les réserves indispensables à la levée de dette, ni d'envisager une réelle distribution au profit d'investisseurs classiques qui auraient pris part au capital de l'entreprise.

Figure 5: Rentabilité prévisionnelle (année 1), en proportion de leur CA, d'entreprises de plus de 2 ans



La croissance externe des fonds propres : les tours de table complémentaires auprès d'investisseurs en fonds propres et quasi fonds propres restent rares et peu significatifs. Dans le cadre d'un nouveau développement de l'entreprise, l'essentiel du financement est assuré par les banques¹⁴, conduisant potentiellement à des niveaux d'endettement moyen terme très lourds.

Illustration

Le groupe C. est un des acteurs majeurs du secteur de l'entrepreneuriat social en France. Sous l'égide de l'association mère, un ensemble d'activités allant du BTP à la scierie ont été créées. Cette dernière activité permet d'employer plus de 70 personnes en 2006. Lorsque cette filiale décide de mener les investissements nécessaires pour préserver sa compétitivité, l'entreprise échoue à lever des fonds propres afin de financer sa croissance (rareté des acteurs, faible attractivité des rendements), et au terme de sa modernisation affiche un

¹³ INSEE, Dossiers 2008 « La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME », figure 19

¹⁴ Dès lors que l'entreprise est en mesure de fournir les sûretés suffisantes.

taux d'endettement de 1.7, qui la contraint à consacrer la totalité de sa CAF au service de sa dette, pour les trois années à venir au moins.

c) Un taux d'endettement vite élevé, et un recours intensif aux financements court terme

Sans surprise, le taux d'endettement moyen long terme (MLT) de ces structures est élevé, laissant une marge de manœuvre réduite pour les projets futurs, et contraignant à un recours fréquent à de coûteux financements court terme. Ceux-ci financent en effet souvent une bonne part du cycle d'exploitation.

Cet endettement court terme grève leur rentabilité nette et limite encore l'accroissement de leurs fonds propres par les résultats. Leur accès à des financements moyen terme s'en trouve à nouveau réduit et peut conduire à des modes de développement risqués (autofinancement excessif).

Étude des dernières données de bilan (2001- 2007) des 540 ES en développement de notre échantillon

- Un échantillon en moyenne faiblement endetté : le ratio [**dette financière/fonds propres**] 2004 des TPE et PME françaises (moins de 500 salariés) recensées par la DGI se situait entre 67% et 57% suivant le nombre de salariés¹⁵. Le ratio équivalent pour les entreprises en développement de notre échantillon se limite lui à 26%, ne témoignant pas d'un grand dynamisme.

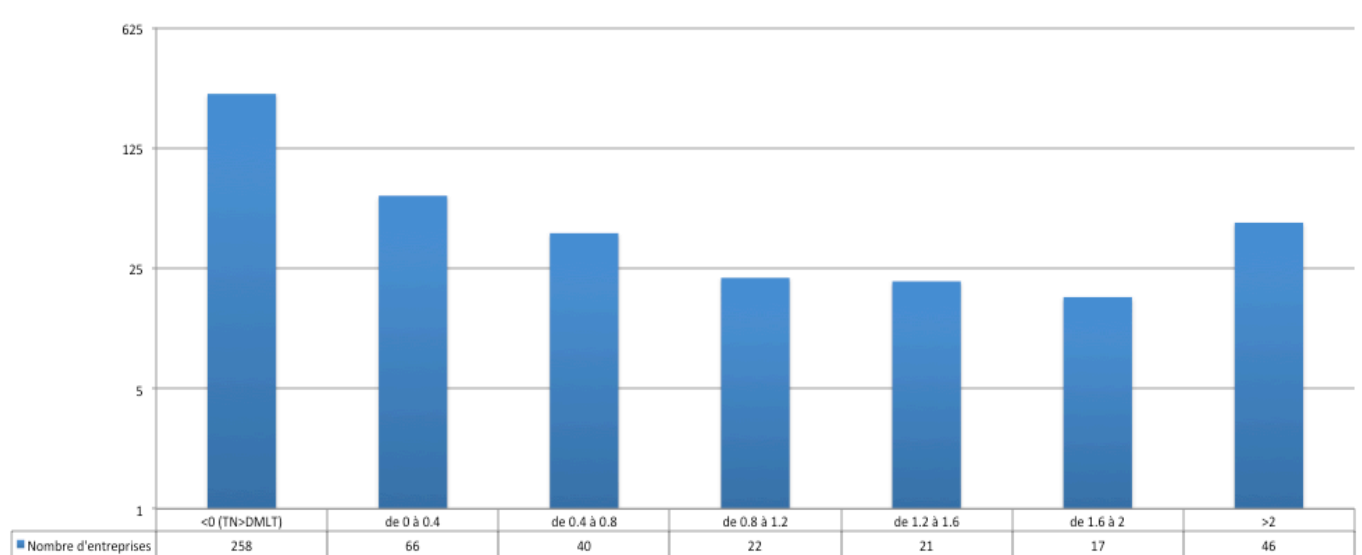
- MAIS un endettement rapidement excessif :

⇒ Le même ratio estimé pour les entreprises de l'échantillon présentant un endettement financier (moyen ou court terme), soit exactement la moitié de l'échantillon en volume de fonds propres et en nombre d'entreprises, s'élève à 123% : le double de la moyenne des TPE et PME françaises. Il n'est pas directement comparable au taux calculé par la DGI mais donne une indication importante quant aux niveaux d'endettement que peuvent atteindre ces entreprises. La

¹⁵ Lettre Treso-Eco de la DGTPE, novembre 2007, Tableau 1 (données :DGI 2004, fichiers du régime normal)
http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtpe/TRESOR_ECO/francais/pdf/2007-017-23.pdf

-
- ⇒ Figure 6 illustre la répartition de ce ratio pour notre échantillon.
 - ⇒ Pour 35% des 301 entreprises endettées à moyen terme : **[dette moyen terme/fonds propres] >2/3**.
 - ⇒ La vitesse de remboursement de la dette moyen terme de notre échantillon **[Dette MLT/CAF]** reste concentrée en dessous de 3 ans, mais on note que pour 9% des entreprises en développement, cet endettement excède 4 ans de CAF. L'échantillon présente des données prévisionnelles encore plus notables: près de 30% des structures présentent un endettement prévisionnel supérieur à 4 ans de CAF. Signe que les entreprises étudiées ont un recours massif à l'endettement moyen terme pour financer leurs projets de développement, quitte à atteindre des niveaux risqués pour la continuité de l'exploitation.
-

Figure 6: Répartition des entreprises en fonction de leur ratio Dette financière/Fonds propres (n-1)(*)



(*) : Dette financière = Dette MLT + CT. Répartition de l'échantillon des entreprises en développement (470 entreprises, les 69 entreprises affichant des FP négatifs ne sont pas ici prises en compte). N.B: Les ordonnées sont sur une échelle logarithmique.

Figure 7: Ratio Dette MLT/Fonds propres (dernier bilan disponible, sur un total de 301 entreprises endettées à moyen terme)

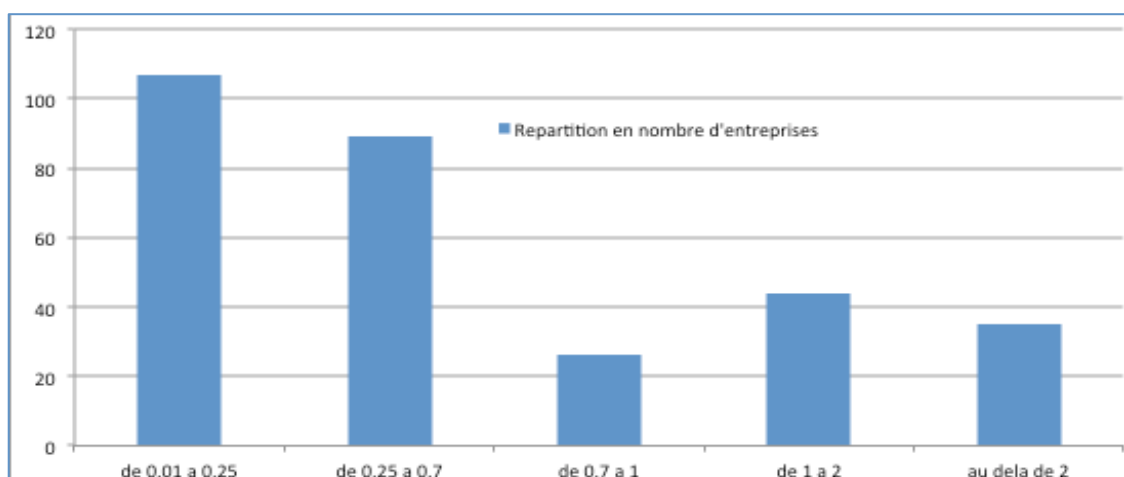
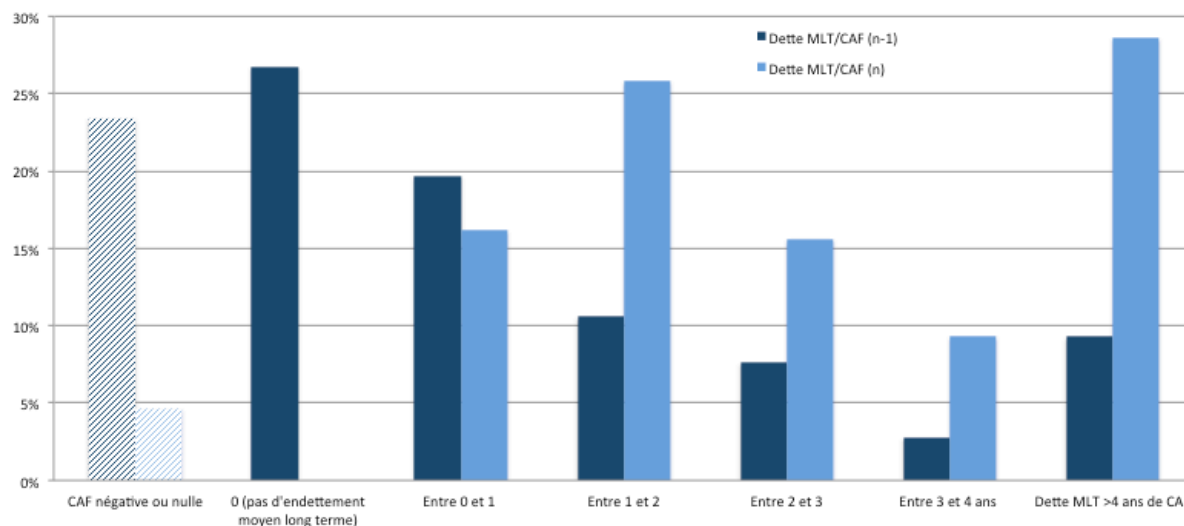


Figure 8: Ratio Dette MLT/CAF (dernier états financiers disponibles et première année du plan d'affaires prévisionnel, sur l'ensemble des entreprises en développement)



d) Impact sur la population des entreprises sociales

La fragilité financière des entreprises sociales existantes limite leur croissance et empêche l'émergence de nouveaux projets au sein de celles-ci. De plus, les difficultés à réunir les financements en capital suffisant au démarrage constituent une barrière à l'entrée pour de nouvelles ES. Et surtout, au delà d'une croissance au ralenti, la survie même de ces entreprises est un enjeu: les ES jouissant d'une certaine ancienneté peuvent bénéficier d'un soutien local suffisant pour les préserver malgré des difficultés passagères¹⁶ (le taux de survie à 5 ans des ES de notre échantillon « démarrage », 64%, excède largement celui de l'ensemble des entreprises créées en France en 2002, hors entreprises individuelles, 52%¹⁷), mais celles en primo développement sont très exposées au risque de défaillance. Ainsi, le taux de survie à 3 ans de notre échantillon (72.4%) est-il inférieur à l'indicateur équivalent pour l'ensemble des entreprises créées en France en 2002 (74.1%¹⁸).

Figure 9: Taux de survie comparés des ES et de l'ensemble des entreprises (hors EI¹⁹) créées en France en 2002

	Echantillon	Entreprises créées en 2002 (INSEE)
Taux de survie à 3 ans	72.4%	74,1%
Taux de survie à 5 ans	64.5%	52%

Malgré ces fragilités, le secteur fait preuve d'un dynamisme exceptionnel en matière de création d'emplois, ainsi que le souligne *l'Atlas de l'économie sociale et solidaire 2009* : « Entre 2001 et 2006, le taux de croissance annuel moyen de l'économie sociale et solidaire est plus important que celui du secteur public en ce qui concerne le volume d'emploi (+2,6 % contre +2,1 %) et les équivalents temps plein (+3,1 % contre +2,7 %). Rapporté au secteur privé hors économie sociale et solidaire, ce dynamisme est plus marqué : qu'il s'agisse du nombre d'établissements (+1,6 % contre +0,9 %), du nombre d'emplois (+2,6 % contre +1,1 %), ou de la conversion de l'emploi en ETP²⁰ (+3,1 % contre +0,5 %), l'économie sociale et solidaire affiche sur les cinq années observées des taux de croissance sensiblement supérieurs aux entreprises traditionnelles. »

Les ES françaises au sein de notre échantillon présentent donc les caractéristiques suivantes :

- Prés d'un tiers des entreprises en création tentent de financer leur démarrage avec des fonds propres inférieurs à 15k€ ;

¹⁶ Les entreprises sociales offrent essentiellement des emplois non délocalisables, ce qui peut justifier un certain soutien de la part des collectivités locales, surtout en période de crise économique.

¹⁷ Étude INSEE 2009 « Taux de survie des entreprises » portant sur les entreprises créées en France en 2002

¹⁸ Idem.

¹⁹ EI: Entreprise Individuelle

²⁰ ETP : Equivalent Temps Plein

- Une sur 5 démarre avec un financement en fonds propres inférieur à 10 jours de CA TTC (moyenne des CA des deux premières années) ;
- La rentabilité financière prévisionnelle en année 1 des entreprises de plus de 2 ans²¹ [Somme des Résultats nets de l'échantillon/Somme des fonds propres] est inférieure à 10%. Ce ratio s'élève à 15% s'il est calculé sur l'ensemble des PME non financières françaises (entre 2000 et 2004) ;
- La moyenne du ratio d'endettement [dette financière/fonds propres] pour la partie endettée de notre échantillon est deux fois supérieure à la moyenne des PME françaises.

Les social enterprises/social businesses californiennes ont-elles un haut de bilan plus solide que leurs consœurs françaises ? Leurs besoins de financement diffèrent-ils des entreprises classiques ? Malgré la maturité et le dynamisme des marchés de capitaux aux Etats-Unis, l'explosion au début des années 2000 du concept de Venture Philanthropy en Californie (sous les auspices des jeunes fortunes construites autour de la Silicon Valley) et l'intense communication autour des social businesses ; la crise financière actuelle et une césure encore importante entre for et non profit (beaucoup plus nette qu'en France) semblent pénaliser aujourd'hui le développement d'un marché de capitaux à visée sociale qui ferait émerger et croître ces entreprises.

2) En Californie : insuffisance de financements d'amorçage, contrainte des statuts juridiques

Cette partie s'appuie sur des articles académiques, et sur des témoignages recueillis auprès de différents acteurs de l'entrepreneuriat social en Californie: créateurs d'entreprise, dirigeants d'association, consultants auprès d'entreprises sociales, gérants de fonds d'investissement.

a) De quelles entreprises sociales parle-t-on ?

i) Des niveaux de recettes marchandes variables

Betsy Densmore, basée dans la région de Los Angeles, a accompagné plus de 150 organisations au cours des 15 dernières années dans leur création d'une entreprise sociale (ES). Selon elle, les ES présentent des niveaux de revenus provenant d'activités commerciales très variables d'une structure à l'autre, le reste des produits d'exploitation provenant de dons de fondations ou de particuliers. Les recettes commerciales varient ainsi de 10 à 85% des produits d'exploitation, deux populations importantes se distinguant toutefois nettement autour

²¹ 540 entreprises

de 60%, d'une part, et 20%, d'autre part (il pourrait être intéressant de savoir s'il existe une forte corrélation entre le secteur d'activité de l'ES et son niveau de recettes marchandes).

Les entreprises sociales aux États-Unis ont été encouragées depuis plus de 30 ans à développer des modèles économiques dépendant le moins possible des financements publics, et dans une moindre mesure des fondations. De fait, les sources de financement publiques sont limitées et en diminution: le Wall Street Journal indiquait ainsi en février 2010 *"States allocated 5% less in 2009 and 4% less in 2010 to pay for health care, education and human services"*, cette dernière catégorie comprenant les entreprises sociales. James A. Phills Jr., Kriss Deiglmeier et Dale T. Miller, dans un article paru à l'automne 2008 dans la *Stanford Social Innovation Review*, rappellent un moment fondateur dans l'émergence d'entreprises sociales affranchies par nécessité des financements publics: aux premiers jours de sa présidence en 1981, Ronald Reagan souligne le rôle minimal qu'il entend faire jouer au gouvernement dans la résolution des problèmes sociaux (« *In this present crisis, government is not the solution to our problem; government is the problem* »). Les auteurs poursuivent: « *His administration then proceeded to cut programs such as food stamps, Medicaid, and Aid to Families with Dependent Children (AFDC). [...] The devolution of public services to the private and nonprofit sector continues today. Increasingly, for-profits and nonprofits run charter schools, deliver health care, operate nursing homes, [...] move people off welfare and into work.* »

Janelle A. Kerlin (Georgia State University), dans un article de 2006²², cite plusieurs auteurs qui estiment eux aussi que les entreprises sociales sont nées du désengagement de l'Etat dans le financement d'associations œuvrant dans le domaine social : « *In the United States, scholars attribute the beginning of the contemporary social enterprise movement to government cuts in funds supporting nonprofits. A slowdown in the U.S. economy in the late 1970s resulted in government deficits in the 1980s that, in turn, brought on government cuts in funds for nonprofits by the Reagan administration. These cuts were estimated to have affected a wide array of nonprofits not just those involved in human services. According to some scholars, nonprofits seized upon the idea of commercial revenue generation as a way to replace the loss of government funds (Crimmins and Keil 1983; Eikenberry and Kluver 2004; Salamon 1993, 1997).* »

Effet de compensation, les fondations privées peuvent financer une part non négligeable du fonctionnement de ces entreprises sociales, en lieu et place de l'Etat. Mais ces financements également s'amoindrissent.

²² *Social Enterprise in the United States and Europe: Understanding and Learning from the Differences* (Janelle A. Kerlin, 2006)

Illustrations : la création d'une activité marchande prépondérante, pour assurer la pérennité de la mission

Goodwill²³ est une des plus anciennes et des plus importantes entreprise sociale aux Etats-Unis : 95% de ses produits d'exploitation émanent des ventes, dans les magasins de la marque, d'articles issus de collectes.

A MinerMiracleSHOP²⁴ est une entreprise sociale basée à San Francisco. Celle-ci génère 80% de ses revenus d'exploitation grâce à la vente d'articles de mode neufs à prix réduits dans son magasin situé à Union Square, au cœur du quartier commerçant de la ville. La fondatrice Kathy Miner, issue de l'industrie de la mode, a créé en 1995 une association afin de fournir à des chômeurs pauvres les vêtements nécessaires à leur recherche d'emploi et à leur nouveau départ. Les fonds des fondations se raréfiant à compter de 2002, elle fonde SHOP au sein de l'organisation pour financer sa mission sociale. Les vêtements sont pour la plupart négociés à l'achat auprès de créateurs de grandes marques, certains donnés, grâce au réseau de Kathy Miner, sur laquelle repose aujourd'hui une grande partie du succès de l'entreprise.

Rubicon programs Inc. constitue un autre symbole de l'entrepreneuriat social en Californie : l'association créée en 1973 pour offrir accueil, soins et services sociaux à des personnes souffrant de maladies mentales, a développé plusieurs entreprises sociales afin de fournir un premier emploi aux personnes accueillies dans ses programmes. Fin 2009, elle a revendu à un entrepreneur sa boulangerie, et continue d'opérer une entreprise de paysagisme. Les établissements de Rubicon, basés à Richmond (une ville pauvre de la région de la Baie de San Francisco) emploient en 2009 250 personnes et accueillent plus de 4000 personnes chaque année. En 2009, les recettes marchandes représentent 50% des produits d'exploitation de Rubicon Programs Inc.²⁵ pour un budget annuel de plus de 18m\$.

ii) Une rentabilité limitée

Tom McLaughlin dirige les activités de conseil aux entreprises au sein de NFF (Non profit Finance Fund), une institution financière de développement communautaire²⁶ dont l'activité de financement des SE est en cours de redéploiement. Il indique que la rentabilité d'exploitation et nette des *social enterprises* est en moyenne assez réduite (un RN n'excédant pas 4% du CA refléterait par exemple une bonne part de la population). Kari Ness Riedel, Executive Director de New Foundry Ventures, une spin off de Rubicon Program dédiée au développement à l'échelle nationale d'initiatives sociales innovantes, estime également que les niveaux de rentabilité d'exploitation et nette, bien que variant d'un secteur à l'autre, restent modestes (quand ils ne sont pas juste à l'équilibre).

²³ <http://www.goodwill.org/>

²⁴ <http://www.aminermiracle.org/shop.html>. L'association fournit des vêtements et des conseils en image à des chômeurs en recherche d'emploi. Plusieurs programmes ont été créés, en fonction du public ciblé et du niveau de revenu. Certains services sont payants (en fonction du revenu).

²⁵ Rapport annuel de l'entreprise, publié en janvier 2010 et *Mission, Inc: The Practitioner's Guide to Social Enterprise*

²⁶ CDFI, voir partie II

Il existe bien entendu des écarts à la moyenne, et des entreprises à la réussite économique plus flamboyante. Telle celle de Better World Books, qui tente de réaliser sa deuxième levée de fonds après avoir bénéficié de l'investissement de Good Capital dans ses fonds propres, ou Galaxy Desserts, une entreprise agro-alimentaire distribuant ses produits auprès de 600 points de vente indépendants et dont 90% des 265 salariés sont originaires de quartiers défavorisés. Galaxy Desserts a connu une croissance exponentielle (\$20m de CA en 2008 vs. 9 en 2005), financée principalement par un investissement de \$2.7m de Pacific Community Ventures²⁷. Aussi brillantes que soient ces réussites, pour une partie importante de ces entreprises sociales, il semble toutefois que la participation indirecte d'une partie de la collectivité (au-travers des fondations principalement, comme on a pu voir précédemment) à l'équilibre/la rentabilité du modèle économique reste indispensable, au moins à un moment du développement. Amit Bouri, directeur de la stratégie de GIIN²⁸ souligne très bien cette caractéristique du secteur: *"not all sectors of the impact market can be expected to offer competitive returns without some subsidy. While it may now be possible to obtain market rate returns in the microfinance market, the sector was heavily subsidized by grant money in the earlier stages of its development"*²⁹.

Illustration: A mi-chemin entre la microfinance et la banque de réseau, Root Capital finance les PME agricoles dans des pays en voie de développement et dispense des formations en finance aux dirigeants d'entreprises. Elle reçoit des financements hybrides, notamment de la Fondation Bill and Melinda Gates en décembre 2009 (un prêt à taux préférentiel de 10m\$ assorti d'une subvention de fonctionnement de 4m\$ destinée à assurer la consolidation du modèle économique et son autonomie financière à horizon 2013). Root Capital a reçu en août 2010 un investissement de Good Capital sous la forme d'un prêt subordonné de 200k\$: signe que l'entreprise poursuit sa croissance rapide et vise une rentabilité d'exploitation suffisante d'ici 5 ans pour assumer le coût de ce financement.

b) Le financement des entreprises sociales en développement

Dans leur article *Nothing ventured, nothing gained* (2007), Jed Emerson et Tim Freundlich soulignent que les *social enterprises* en développement souffrent d'une carence en capital de croissance, qui entrave le changement d'échelle nécessaire pour faire d'eux des acteurs d'envergure nationale :

- *"Between the traditional approach to financing nonprofit ventures through grants, fundraising and limited use of debt, and the traditional approach to financing for-profit ventures through market-rate private equity and debt, there is a funding gap into which an increasing number of social enterprises are falling"*

²⁷ Good Capital et PCV font partie des « investisseurs sociaux » qui financent la croissance de certaines ES aux Etats-Unis (voir partie II)

²⁸ GIIN : Global Impact Investing Network (voir partie II)

²⁹ Sources: *Impact Investing: An Introduction* (2010), Capital Institute- [blog "The Future of Finance"](#)

- *"Many social entrepreneurs attain initial success by piecing together small grants of a few thousand to a few hundred thousand dollars in order to meet their initial start-up requirements. However, **growth capital** (also known as "expansion capital") **remains difficult for entrepreneurs to access**. In many cases it is simply unavailable."*
- *"**For-profit social enterprises** of this sort often find they are able to raise initial, launch funding, but **lack access to expansion capital that does not seek a full, conventional market-rate return on investment**."*

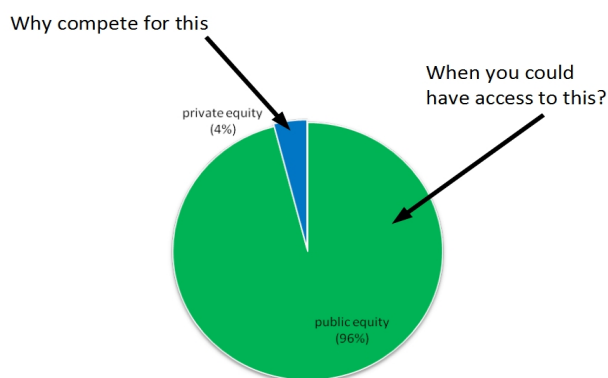
Dans cet article, les auteurs plaident en faveur d'un développement massif des financements en fonds propres et quasi fonds propres à destination de ces entreprises, constatant qu'investisseurs et entrepreneurs peinent à se rencontrer.

Si des investisseurs, toujours plus nombreux, développent un intérêt dans les projets à impact social et environnemental, ils semblent encore aujourd'hui pour la plupart jeter leur dévolu sur les projets « BoP » (Bottom of the Pyramid), à destination des marchés des pays émergents, plus que sur des entreprises ciblant une production et un marché nationaux. En témoigne l'article de l'équipe Equity Research de JP Morgan (novembre 2010) *Impact investing : a new asset class?*, consacré presque exclusivement à la microfinance et aux projets BoP.

Les investisseurs concentrés sur le marché domestique, du type Pacific Community Ventures (et autres fonds d'investissement « communautaires »), RSF-MezzanineFund ou Good Capital, font plutôt figure d'exception. De plus, ils s'adressent à des cibles bien spécifiques, capables de fournir des niveaux de rentabilité et de croissance relativement exceptionnels pour le secteur (TRI visé pour le fonds RSF Mezzanine : 20% +). Les ES les plus performantes peuvent donc faire appel à ces investisseurs positionnés sur le haut de bilan, mais cette portion des ressources reste d'accès limité.

C'est pourquoi des acteurs tels que Cutting Edge Capital visent à faciliter l'accès de ces entreprises à l'épargne publique, mettant en avant ce graphique éloquent :

Figure 10: Cutting Edge Capital plaide en faveur de l'accès des petites entreprises privées à l'épargne publique



Dans son article de septembre 2010, *Reform of the US Securities Laws is Necessary for Impact Investing to Reach Full Potential*³⁰, Jenny Kassan, fondatrice de Cutting Edge Capital, plaide ainsi en faveur d'une évolution de la loi sur les titres financiers afin de permettre aux particuliers d'investir directement dans les entreprises privées de leur choix, jusqu'à 100\$. Au terme d'une campagne énergique, cette évolution réglementaire a pu voir le jour, facilitant l'émergence du *crowdfunding* comme outil puissant de levée de fonds pour les petites entreprises, et les ES notamment. Cette évolution est très récente. Actuellement encore, les ES en développement qui ne peuvent séduire les investisseurs en capital « à impact », vont plutôt privilégier la recherche de fonds auprès :

- de fondations disposant de lignes PRI (Program Related Investment³¹) qui interviendront pour l'essentiel au-travers de prêts longs termes à taux préférentiels ;
- de banques commerciales « classiques » : emprunts potentiellement garantis par des fondations ;
- de fondations offrant des subventions.

c) Le financement des entreprises sociales en démarrage

Si le financement du démarrage d'une entreprise quelle qu'elle soit n'est pas simplifié par le contexte économique, particulièrement ardu depuis fin 2008, les ES semblent rencontrer des difficultés supplémentaires avec une certaine constance.

i) Les entreprises sociales émanant d'une *non-profit*

Pour Betsy Densmore comme pour Tom McLaughlin³², la création d'entreprise sociale est le plus souvent le fait d'une *non profit* préexistante. Le modèle de création le plus répandu pour une ES est donc celui de la croissance organique d'une organisation caritative, développant une activité commerciale pour générer des ressources indépendantes des subventions privées ou publiques qu'elle reçoit, et garantir son autonomie financière. La création d'une *social enterprise* en soi aurait été jusqu'à présent moins usuelle.

Comment une telle organisation finance-t-elle son projet ? D'après Betsy Densmore, elle mobilise ses fonds propres existants pour financer ses entreprises sociales, qui bien souvent restent hébergées dans la même structure juridique. Le financement complémentaire est en ce cas fréquemment apporté par un prêt, garanti

³⁰ <http://www.triplepundit.com/2010/09/reform-of-the-us-securities-laws-is-necessary-for-impact-investing-to-reach-full-potential/>

³¹ Lignes dédiées à la réalisation d'investissement sous forme de prêt ou de prise de participation dans des entreprises servant la mission sociale assignée à la fondation. Effectués au sein de « l'enveloppe philanthropique » annuelle de la fondation et bien que portant intérêts, ces investissements « PRI » ne remettent théoriquement pas en cause le statut fiscal de la fondation.

³² On note toutefois que ces deux intervenants exercent leur activité quasi exclusivement auprès de non-profits.

par une fondation (type « *community development* »). Ainsi, non seulement la création de l'entreprise sociale ne donne habituellement pas lieu à une levée de fonds propres, mais elle a tendance à appauvrir ceux de la structure mère. Kari Ness Riedel souligne également qu'un modèle de création par le biais d'essaimage ou de réplique ne facilite pas dans les faits non plus la levée de fonds, ainsi que New Foundry Ventures, l'organisation qu'elle dirige, a pu en faire l'expérience.

Illustration: *Working Wardrobe (Orange County- sud de la Californie) existait depuis 20 ans quand l'association, dont le fonctionnement était fondé sur des dons de particuliers et une importante participation de bénévoles, a décidé de développer une activité marchande. WW finança alors l'ouverture de son premier magasin de vêtements d'occasion en totalité sur ses fonds propres. Pour financer les investissements liés à l'ouverture du second magasin, l'association a toutefois obtenu un prêt auprès d'une banque commerciale, garanti par une fondation locale.*

Une enquête³³ réalisée auprès de 740 organisations *non-profit* ayant ou non créé une *social enterprise* pour prolonger leur mission, montre que 80% des ES créées dans ce cadre manquent de capital (dette ou fonds propres) pour développer leur activité. L'enquête révèle également une évolution dans la provenance des fonds finançant le démarrage de ces ES : dans les années 70, subventions publiques et privées y pourvoient (en complément de l'autofinancement), mais les années 90 auraient vu l'avènement des dons directs de particuliers, ces derniers prenant la première place des sources de financement de ces créations au cours des années 2000, devant les fondations (et loin devant les financements publics). Les investissements en fonds propres ou les prêts bancaires ne représentaient que 9% des financements de démarrage pour les ES en création récente.

Quels sont les besoins en jeux ? D'après Betsy Densmore et Tom McLaughlin, ils peuvent être relativement modestes, inférieurs à \$75k.

Ce faible niveau de besoin de financement limite l'accès aux prêts bancaires, contraignant ces structures à restreindre la croissance de leur entreprise sociale et/ou à puiser dans leurs fonds propres pour financer notamment leur BFR. Il est intéressant par ailleurs de noter que les CDFI (Community Development Financial Institutions³⁴), institutions pourtant dédiées au financement du développement économique de communautés à bas revenu, ne sont pas les principaux pourvoyeurs de prêts aux entreprises sociales en création, *a priori* en raison notamment de leur faible montant. D'après Betsy Densmore, les banques commerciales classiques sont

³³ Social Enterprise Alliance, Community Wealth Venture et Duke University, 2009

³⁴ CDFI : voir lexique et partie II

plus à même d'effectuer ces petits prêts dans le cadre de leur activité « caritative », que les CDFI de manière systématique. Tom McLaughlin (NFF-CDFI) semble agréer sur ce point également. Pour Alex Dang d'Opportunity Fund (CDFI), les CDFI se considèrent en réalité elles-mêmes pour la plupart comme des *social enterprises*. La plupart d'entre elles financent les programmes de logements sociaux, d'éducation (écoles privées), et des projets de développement communautaires dans des zones défavorisées (*community garden*, *community center*). Probablement une minorité (moins de 5%) développerait également des programmes de prêts aux TPE et petites entreprises en création. Pacific Community Venture ou Low Income Investment Fund seraient parmi les rares fonds « CDFI » à intervenir dans le financement de *social enterprises*, aux côtés de NFF. Selon Alex Dang, le statut *non profit* (pour certaines ES) complique les poursuites en cas de défaut de paiement, et à nouveau les demandes de fonds souvent trop modestes (<250k\$), sont les principaux handicaps de ces entreprises pour accéder aux financements des CDFI.

Ces propos sont à nuancer en partie par le rapport du CDFI Data Project (Opportunity Finance Network), issu d'un recueil de données auprès de 495³⁵ institutions³⁶ gérant \$29md d'actifs et ayant investi \$5.5md en 2008. Sur les 304 organisations ayant fourni le détail de leur activité, 40% des sommes investies l'étaient dans des programmes d'accession au logement, seulement 1% dans des prêts inférieurs à 35k\$ pour des TPE, mais 37% des investissements en montant auraient été fléchés vers des entreprises ayant des besoins de financement supérieurs à 35k\$. Cette indication ne permet pas de conclure quant au montant moyen des transactions. Néanmoins, d'après un tableau récapitulant l'activité de financement d'un réseau de banques de développement communautaires (National Community Investment Fund) : 14% des prêts en nombre (sur 3700) ont été effectués en direction de petites entreprises, pour un montant de 83,6m\$, soit un montant moyen de 161k\$. Bien au-delà, en effet, du montant « plancher » de 35k\$.

ii) Les entreprises sociales en création pure

Qu'en est-il des ES créées hors du giron d'une *non profit* historique ? D'après Catherine Berman, fondatrice de Global Brigades, une association développant le service civil aux États-Unis, la recherche de fonds est encore plus ardue, en particulier pour les entreprises créées sous statut commercial. Elle estime que les structures commerciales constituées pour servir un projet social fort se ferment souvent les portes des fondations, et ont

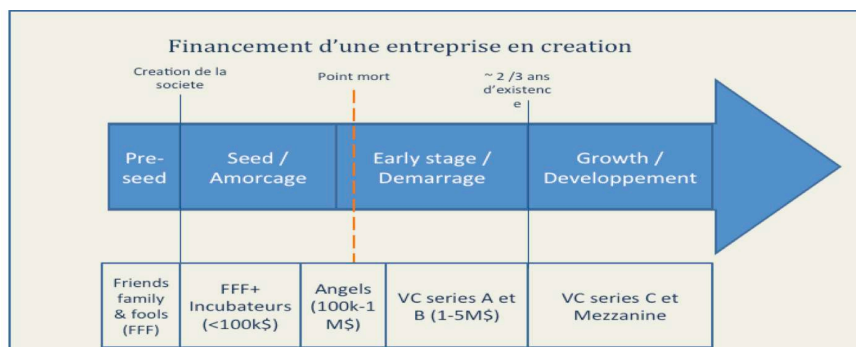
³⁵ 65 banques, 146 loan funds, 294 credit unions

³⁶ parmi les 900 CDFI existant en 2009

encore de grandes difficultés à effectuer des tours de table satisfaisants auprès d'investisseurs « à impact ». Ceux-ci sont encore peu nombreux, en particulier pour le financement d'activités domestiques, et délaissent encore pour le moment, quoiqu'on en dise (cf. partie II), le segment du seed funding/early stage. L'exemple de Nicole Ballin en est une bonne illustration (voir encadré infra). Aujourd'hui, les capitaux d'amorçage accessibles aux ES sont principalement :

- Les compétitions de Business Plan « sociaux » organisées par les universités (GSVC de Haas-Berkeley, Dell Innovation de l'université d'Austin –TX-, GSBI de l'Université de Santa Clara, Harvard,...) ;
- Les incubateurs-investisseurs : Hub Ventures; Sparkseed ; Unreasonable Institute ;
- Certaines fondations : Draper Richards Foundation (financements jusqu'à 300k\$, sur 3 ans), Echoing Green, qui restent exclusivement concentrées sur les *non profit*, Bill & Melinda Gates Foundation.

Figure 11: Echelle des financements (fonds propres et quasi-fonds propres) des entreprises, par stade de développement



Ces capitaux sont-ils adaptés aux besoins des ES? La piste des fondations n'apparaît pas concluante pour les ES émergentes sous statut commercial. Il semble par ailleurs qu'une partie des financements de haut de bilan proposés par les incubateurs-investisseurs à impact, peut se révéler très coûteuse pour la jeune entreprise, et ne reste donc accessible qu'à des modèles économiques à haut rendement potentiel. En effet, la majorité des investisseurs en capital ou en quasi fonds propres intervenant dans les phases les plus amont des projets, donc les plus risquées, est encore ciblée en priorité sur le rendement (l'impact restant au second plan). Il en est ainsi par exemple du programme pilote West Coast Village Capital qui a donné naissance à Hub Ventures en 2011. Celui-ci rassemblait en 2010 une dizaine d'entreprises en création autour d'un cursus de formation et de coaching, à l'issue duquel quelques projets pouvaient recevoir un financement de 75k\$ de First Light Venture, fonds d'investissement à impact. La proposition d'investissement aurait été refusée par au moins l'un d'entre eux pour des raisons de coût, et le contrat d'investissement proposé a suscité des réactions contrastées au sein de la communauté des entrepreneurs sociaux.

Illustration : Une start-up d'éducation à l'environnement à Berkeley

Avec une équipe d'étudiants de son MBA (Haas-Berkeley, CA), Nicole Ballin a développé un projet d'entreprise visant à améliorer la responsabilité environnementale des consommateurs au travers d'un réseau social internet. Le modèle économique était fondé sur les revenus publicitaires émanant de grandes entreprises intéressées par la communauté de consommateurs constituée autour de l'outil. La phase d'amorçage ne requérant qu'un faible apport en capital, les « amis et la famille » (friends and family, rebaptisés parfois « family and fools ») ont apporté les 10k\$ initiaux. Deux projets pilotes et un prototype plus tard, ils envisagent de poursuivre le développement et cherchent à réunir entre 50 et 75k\$ pour financer le lancement de l'entreprise et embaucher un responsable technique. Ils se heurtent alors à **l'exigence, de la part des investisseurs positionnés sur le segment des entreprises en démarrage, de fournir un historique de leur activité (entre 2 et 3 ans) témoignant de leur capacité à générer des revenus en contractant avec des grands compte.** La communauté de consommateurs étant encore naissante, aucun contrat n'avait été conclu, et aucun chiffre « réalisé » ne pouvait venir étayer leur modèle économique. Le projet a finalement été abandonné, notamment en raison de la lenteur de la levée de fonds.

S'il ne nous est pas permis d'évaluer selon la même méthode la situation financière des entreprises sociales en France et en Californie, on déduit de nos lectures et entretiens que le financement des projets de création et de développement d'entreprises sociales n'apparaît pas nettement plus aisé en Californie qu'en France. En particulier, la forme juridique adoptée lors de la création y conditionne de façon beaucoup plus radicale le mode de financement de ces entités. Néanmoins, le dynamisme entrepreneurial et l'innovation restent bien plus prononcés dans le berceau de la Silicon Valley. Les ES californiennes, comme leurs consœurs « classiques », baignent donc dans un environnement plus porteur que les entreprises sociales françaises. La Californie reste un des états les plus dynamiques en termes de création d'entreprises : incubateurs et investisseurs y fleurissent, et la culture entrepreneuriale y est si prégnante qu'il est particulièrement valorisé dans un parcours professionnel d'avoir participé à un projet de création d'entreprise, peu importe l'issue de celui-ci (la question n'étant pas de savoir si l'entrepreneur va échouer dans sa création mais plutôt à quel rythme et combien de fois). Mais au-delà de cette culture entrepreneuriale, on note également que les Etats-Unis, et la Californie en particulier, connaissent un véritable engouement pour l'investissement à impact social et environnemental : cet enthousiasme est-il sur le point d'être suivi d'effet ? Dans quel paysage institutionnel ces entreprises sociales évoluent-elles en Californie, quels sont les progrès en cours permettant d'accélérer les flux de capitaux à destination des entreprises sociales, et des initiatives identiques ou proches sont-elles à l'œuvre de part et d'autre de l'Atlantique ?

Deuxième partie : l'investissement à impact social, en Californie et en France.

1) Les ressources disponibles

a) Quelques ordres de grandeur : les capitaux à impact aux Etats-Unis

Comment les ressources financières à destination des entreprises sociales se développent-elles aux États-Unis et en Californie ? Qui met ces capitaux en mouvement et comment les différents acteurs s'articulent-ils ?

Fin 2008, la fondation Rockefeller a lancé une initiative baptisée « *Harnessing the power of Impact Investing* », visant à préciser les contours et poursuivre le développement de l'investissement à impact. Cette industrie naissante cherche à dépasser le cadre de l'investissement socialement responsable en finançant des entreprises vectrices de profonds changements sociaux et/ou environnementaux. Elle connaîtrait, mondialement, une croissance forte. En janvier 2009³⁷, une des premières études issues de l'initiative Rockefeller anticipait une croissance annuelle des capitaux à impact (hors dons et subventions) de l'ordre de 10 à 20% sur 5 à 10 ans, et un marché mondial d'environ \$500md à horizon 5-10 ans³⁸. L'étude estimait alors à \$200md le volume de ce marché en 2007. Il profitait toutefois pour une large part aux entreprises innovantes du secteur de l'environnement : près de \$150md étaient investis dans les *clean tech* en 2007.

S'il reste hasardeux de chiffrer le marché des investissements à destination des ES aux Etats-Unis, nous disposons toutefois de plusieurs indicateurs :

- Le potentiel : une étude du cabinet Hope Consulting (septembre 2010), recensant les souhaits d'investissement de particuliers, notamment à haut revenu (HNWI, High Net Worth Individuals)³⁹, a identifié des ressources potentielles de l'ordre de \$120md pour les ES. L'étude concerne exclusivement des investissements permettant *a minima* le retour du capital, et sans incitation fiscale ;

- L'existant :

- Les capitaux philanthropiques (dons et subventions) investis aux Etats-Unis représentaient \$304md en 2009. D'après le rapport *Giving USA 2010 : the annual report on philanthropy for the year 2009*, 75 % de ces flux provenaient de particuliers, les fondations et les entreprises suivant de loin. Si plus d'un tiers de ces dons bénéficiaient aux œuvres religieuses, le secteur des « *human services* »

³⁷ Étude pilotée par le Monitor Institute. Cofinancements: Annie E. Casey Foundation, W.K. Kellogg Foundation, JPMorgan Chase Foundation

³⁸ "[...] the small but rapidly growing impact investing industry [...] could expand into a \$500 billion industry in the next decade. But the basic systems and networks necessary to identify, vet, and monitor investments efficiently are not in place. Until they are, potential impact investors remain on the sidelines and the industry cannot take off" Freireich & Fulton, *Investing for social and environmental impact* (2009)

³⁹ Étude effectuée auprès de 2000 foyers dont les revenus annuels excèdent \$80k, et 2000 *high net worth individuals* dont les revenus annuels excèdent \$300k. Ces deux catégories représentent les 30% d'américains les plus riches et 75% des dons aux fondations publiques (« *charities* »).

(emploi, logement social, éducation populaire,...) qui comprend une bonne part des entreprises sociales recevait 9% de ce montant (\$27md);

- Les capitaux « communautaires » (prêts, capital risque, garanties) s'élevaient en 2007 à \$26 md. Investie indirectement par les banques commerciales au sein des communautés défavorisées dans le cadre de la contrainte légale imposée par le Community Reinvestment Act (CRA)⁴⁰, cette « classe d'actifs » a connu une croissance annuelle de 22% entre 2001 et 2007 ;
- Une étude du broker Liquidnet, « *Markets for Good* » (octobre 2010) estimait à \$5mds le marché de l'*impact investing* (hors philanthropie et investissement « communautaire ») aux États-Unis⁴¹.

b) D'où proviennent les fonds ?

Les ressources financières (dette moyen-long terme –MLT-, et fonds propres –FP-) des entreprises sociales émanent principalement de trois groupes d'acteurs, classés ici par ordre croissant d'importance :

- l'État (fédéral, régional) pourvoie des fonds au travers de dispositifs généralistes, selon des critères de :
 - taille⁴² : garanties et prêts bonifiés en direction des petites entreprises, alloués par la Small Business Administration⁴³. La crise économique actuelle a conduit l'état fédéral à fournir un effort supplémentaire en direction des petites entreprises : le SB Jobs Act⁴⁴ signé en septembre 2010 relève les plafonds de garanties, subventionne à hauteur de \$50m supplémentaires les agences régionales (616k\$ en Californie) pour accentuer leur activité d'aide et de conseil aux petites entreprises, et lance la « State Small Business Credit Initiative » (SSBCI), qui a alloué fin 2010 près de \$170m à l'état de Californie, destinés à garantir des prêts et/ou à en abonder partiellement les intérêts, pour apporter \$1,7md de fonds privés à ces entreprises. Ces garanties sont néanmoins en grande partie inaccessibles aux *non profits*⁴⁵.
 - géographie : le CDFI-Fund, géré par le Département du Trésor, soutient le développement des institutions financières communautaires créées dans le cadre du CRA (les *Community Development*

⁴⁰ Community Reinvestment Act, US Code, Title 12 Chapter 30. Voir le lexique : CRA et CDFI

⁴¹ Toutefois la présentation ne cite pas de source pour ce chiffre, et son périmètre (type d'acteurs, type de capitaux) reste incertain.

⁴² La petite entreprise répond aux critères suivants : moins de 500 salariés (1.500 pour l'industrie manufacturière), CA <5 m\$ dans les services, à 13,5 m\$ dans le commerce, et à 17m\$ dans la construction (source : Rapport d'information n° 374 : Aider les PME : L'exemple américain-Sénateur Francis Grignon, 1997)

⁴³ Les fonds ne sont pas distribués directement au niveau fédéral, mais au travers d'agences régionales pour les prêts à taux bonifiés, et directement par les banques commerciales pour les garanties.

⁴⁴ <http://www.sba.gov/content/small-business-jobs-act-2010>

⁴⁵ [Guidelines for State Small Business Credit Initiative](#), Department of the Treasury (septembre 2010)

Financial Institutions, CDFI) et indirectement la création d'activité au sein des communautés défavorisées. Le budget du CDFI-Fund est de \$227m pour 2011, dont \$135m pour le CDFI Program (subventions versées aux CDFI pour accroître leur activité de financement, la subvention doit être assortie d'un montant équivalent en fonds privés). \$3,5md de crédit d'impôt en 2011 sont également autorisés à travers le New Market Tax Credit : crédit octroyé sur 7 ans à hauteur de 39% du montant investi pour tout apport en fonds propres effectué auprès d'un CDFI ;

- forme juridique : les ES constituées en non-profit bénéficient d'une exemption d'impôt sur les sociétés et peuvent offrir à leurs sponsors financiers (dons) des déductions d'impôt sur le revenu, quelque soit leur État d'implantation. La totalité du don est déductible du revenu imposable, dans la limite de 50% de ce dernier.

Enfin, le premier dispositif de financement fédéral conçu pour les ES a été inauguré à l'été 2010 par le Président. Le Social Innovation Fund (SIF), doté de \$50m en 2010 (\$28m en 2011), est conçu sur le modèle du SBIC ([Small Business Investment Company Program](#)) autour d'un partenariat public-privé : les fonds publics sont versés à des organisations intermédiaires (fondations), qui doivent lever l'équivalent en capitaux privés afin de financer la réplique à grande échelle de projets de développement local. L'association recevant le financement (subvention) doit à son tour lever un montant équivalent de capitaux privés. REDF est la seule organisation intermédiaire de Californie à percevoir des fonds du SIF pour [2010](#) (\$3m sur 2 ans). Exclusivement réservé aux *non profit*, le SIF maintient une césure au sein d'un secteur pourtant éminemment hybride.

- les investisseurs institutionnels:

- Compagnie d'assurance, fonds de pension, s'engagent progressivement dans les investissements « à impact », mais concentrent essentiellement ceux-ci sur les institutions financières communautaires (banques, fonds de garantie), les *Community Development Financial Institutions* (CDFI).

- CalPERS⁴⁶, principal fonds de pension de Californie (\$200md AUM) s'est engagé à placer 2% de son portefeuille dans des zones économiquement sinistrées de l'Etat. Il a investi notamment dans le fonds de private equity Pacific Community Ventures, dédié au

⁴⁶ California Public Employees' Retirement System

financement d'entreprises en croissance dans ces zones défavorisées, créatrices d'emplois accessibles à du personnel peu qualifié.

- Une dizaine d'assureurs opérant en Californie se sont également regroupés au sein d'IMPACT, véhicule dédié à l'investissement dans les communautés à bas revenu de l'Etat.

Ces exemples concernent l'investissement dans les communautés défavorisées, quelque soit la nature des entreprises financées (ES ou non). Signe que ces acteurs s'enhardissent et qu'une évolution pourrait ultimement avoir lieu en direction des entreprises sociales : certains fonds de pensions investiraient directement dans les communautés défavorisées sans passer par l'intermédiaire de CDFI⁴⁷ (généralement à la demande de leurs administrateurs).

- Les *mutual funds*⁴⁸ (FCP), moins contraints légalement que les fonds de pension, sont déjà plus présents que ces derniers sur le terrain de *l'impact investing*: plusieurs FCP de Calvert Investment investissent ainsi de 1 à 3% de leurs actifs dans les Community Investment Notes de Calvert Foundation⁴⁹. Placés dans des organisations (CDFI) finançant des projets de développement local dans des zones économiquement sinistrées, ces actifs représentaient fin 2008, pour l'ensemble des fonds de Calvert, \$25m (Total actifs en gestion : \$14.5md).

- les individus à haut revenu (High Net Worth Individual, HNWI): les particuliers ayant disposé d'un revenu annuel de \$200k au cours des deux dernières années (\$300k pour un couple), ou d'actifs nets supérieurs à \$1m, sont les seuls particuliers autorisés par la SEC⁵⁰ à être « *accredited investors* », et à investir à ce titre dans des entreprises privées. Reflet d'un mode de redistribution des richesses laissé en grande partie à l'initiative individuelle, les HNWI constituent un acteur clef dans le financement des ES. Ils interviennent :

- directement (en tant que business angel) ;
- au travers de fondations privées (75 000 aux États-Unis⁵¹) et de Donor Advised Funds⁵² ;
- au travers de fonds d'investissements privés visant un impact social ou environnemental.

⁴⁷ Hebb, "The role of Institutional Investors in Social Finance", p 10

⁴⁸ Ne sont pas soumis au cadre strict de la loi ERISA (voir plus loin)

⁴⁹ Voir illustrations en c)ii)

⁵⁰ Statut amendé en juillet 2010 par le Dodd-Frank Act : l'estimation des actifs nets ne prend pas en compte la résidence principale.

⁵¹ Source : Foundation Center

⁵² Donor Advised Fund (DAF) : « compte » philanthropique hébergé au sein d'une fondation, et créé par des apports de particuliers. Ces derniers prennent les principales décisions de gestion du fond (investissement, organisations bénéficiant des dons ou des prêts) et jouissent d'une déduction fiscale au moment de la constitution du DAF (au titre des dons réalisés auprès de 501(c)3).

c) Une typologie des investisseurs « sociaux »⁵³

Nous classons ici les investisseurs à impact identifiés en Californie, par ordre de coût pour l'entreprise.

Figure 12: Spectre de l'investissement social, en fonction des rendements attendus (Shortall, 2009, Septembre)

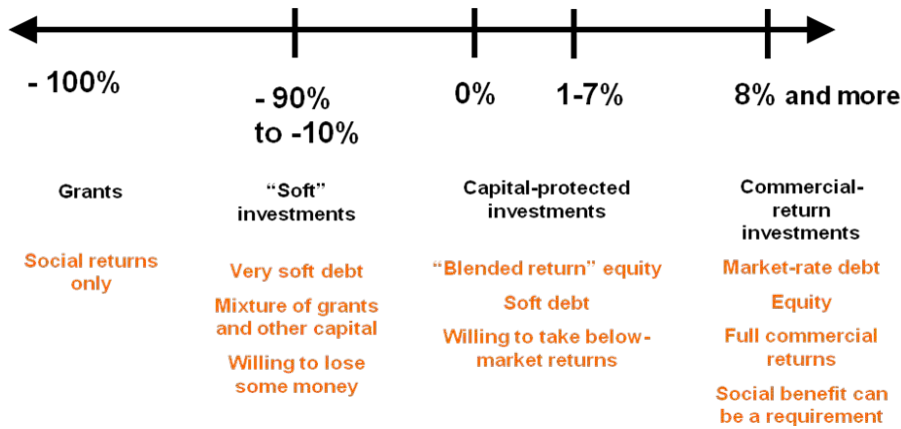
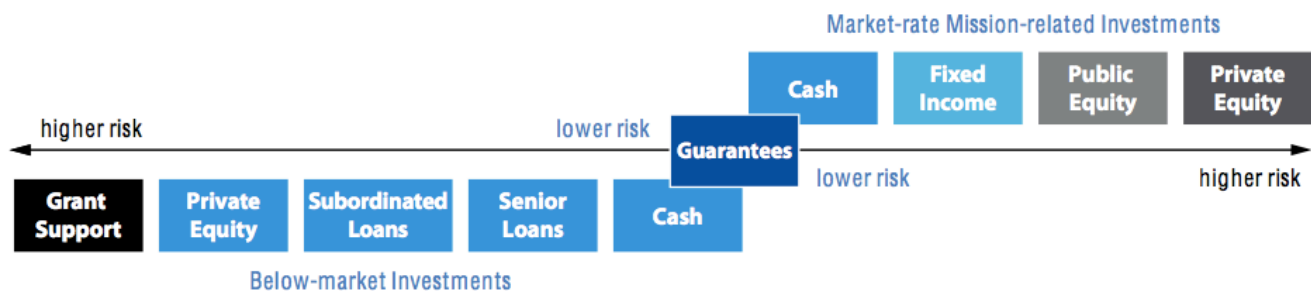


Figure 13: "Mission- Related Investment continuum" (F.B. Heron Foundation, 2009)



i) Philanthropie : dons et subventions

Les États-Unis ont une longue tradition de philanthropie, compensation partielle de l'interventionnisme limité des États dans la protection sociale et l'éducation, et dont les origines remontent aux premiers barons de l'industrie⁵⁴. Les 7,163 fondations de Californie (fondations actives, distribuant des fonds) ont investi \$7.6md⁵⁵ en 2008, sur des actifs de \$90md (source : Foundation Center). Une proportion de l'ordre de 11% de ces capitaux a bénéficié aux « *human services* » en 2005 (source : Foundation Center), catégorie dont relèvent une bonne partie des ES. En comparaison, le budget de l'État de Californie est de \$103md (dépenses prévues) pour

⁵³ Voir tableau en annexe

⁵⁴ Rockefeller a ainsi constitué une des plus importantes organisations philanthropiques au monde, disposant d'un actif de \$3md pour \$350m de subventions versées en 2008. Les 75,000 fondations privées américaines auraient versé plus de \$45md de subventions durant la seule année 2008.

⁵⁵ Ce chiffre inclut les investissements réalisés dans le cadre de PRI et les dons et subventions versés.

la même année, et en France en 2005 la totalité des dons et subventions privées à destination des associations (uniquement) s'élevait à 2,7md€, dont seuls 227m venaient de fondations privées⁵⁶.

La philanthropie regroupe les acteurs suivants :

- les fondations publiques (501c3 sous statut 509 a du code des impôts), alimentées grâce à la générosité du public. En 2008, d'après une étude de GivingUSA, les dons à ces *public charities* s'élevaient à \$300md, dont \$32md aux fondations. Celles-ci seraient plus de 2,000 en 2010 en Californie⁵⁷ (environ 20,000 aux États-Unis);
- les fondations d'entreprises sont 2,500 aux États-Unis. Par ailleurs certaines grandes entreprises peuvent développer de substantiel programmes de dons aux ES (généralement *non profit*) de leurs lieux d'implantation. Ainsi Chevron verse-t-elle environ \$7m chaque année à une vingtaine d'organisations, dont plusieurs *social enterprises* telle Rubicon Programs, dans le cadre de son programme « California Partnership »;
- les fondations privées, comme le California Endowment. Fondation issue de la transformation d'un des principaux réseaux de santé en Californie (Blue Shields), elle est l'un des financeurs majeurs des entreprises sociales en Californie. Son action est limitée aux non-profits ;
- les fondation privées pratiquant la *venture philanthropy* : cette nouvelle forme de philanthropie a pris son essor avec la création de fondations par de jeunes millionnaires (les fondations Skoll et Omidyar Network en sont des exemples marquants). La *venture philanthropy*, ainsi baptisée en ce qu'elle reproduit dans le cadre d'un investissement sous forme de don ou de subvention les pratiques d'investisseurs en capital (implication forte au sein de la gouvernance de l'entreprise, pacte d'actionnaires précisément objectivé, exigence de reporting poussée), s'est fortement développée dans la région de la Baie de San Francisco en particulier. Ces fondations font preuve du plus grand dynamisme sur le front de l'investissement à destination des ES.

Illustration : REDF, une organisation phare de VP dans la région de San Francisco. Finaçant sur 3 à 5 ans ses entreprises en portefeuille, tant sur des besoins d'exploitation que d'investissement, elle travaille presque au quotidien avec celles-ci. La relation est définie par le projet de financement, véritable plan stratégique : elle porte sur l'organisation interne, le développement/la structuration, l'amélioration de l'impact social, et prend la forme de points mensuels, de mise en relation avec un réseau de professionnels sur des thématiques particulières, de mise à disposition de jeunes professionnels à fort potentiel (MBA) au cours de stages ou sur toute une année.

⁵⁶ Données extraites de l'enquête nationale auprès des associations - 2005, Viviane Tchernonog, CNRS – Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne

⁵⁷ National Center for Charitable Statistics, catégorie "public charities/philanthropy and grant making".

Fin 2010, REDF était le seul récipiendaire en Californie du SIF de la Maison Blanche, avec pour objectif la création d'emplois pour 2,500 jeunes adultes souffrant d'exclusion, au travers de 6 organisations portant des ES, à horizon 2013. Une des 6 organisations bénéficiant du SIF via REDF est Green Streets, entreprise d'éducation à l'environnement et de recyclage des déchets initiée par un organisme gestionnaire de logements sociaux (MBR) et une structure de développement local (Urban Strategies). Pilotée, animée et en partie détenue par des jeunes adultes habitants des logements sociaux de son parc, Green Streets doit s'implanter dans deux nouvelles villes⁵⁸ en Californie d'ici 2 ans et ouvrir 2 nouveaux sites à San Francisco.

ii) Impact investing⁵⁹ : prêts (à taux concessionnels ou non), capital, quasi fonds propres

Cette catégorie regroupe un spectre très large d'investisseurs, des fonds privilégiant le rendement financier aux financeurs concernés en premier lieu par leur impact social ou environnemental, leur point commun étant l'exigence minimale d'un retour du capital investi. Elle comprend notamment les acteurs suivants :

- Fondations privées gérant des lignes de Program Related Investment (PRI) et de Mission Related Investment (MRI)⁶⁰, deux outils qui ont connu durant les dix dernières années un véritable engouement. L'adhésion des fondations aux PRI en particulier a facilité le financement des *social businesses*, notamment au travers de prêts à taux préférentiels de type participatif. En 2010, les actifs investis dans le cadre de MRI ou de PRI représentaient \$4 à \$5md (Source : *Blueprint Research, GPS Capital Partner*). D'après FSG et Social impact advisor: *"Over the decade, the number of foundations engaging in mission investing has doubled. The fastest growth has been within small foundations with AUM below \$200m"*. L'engagement de la fondation Gates à investir une enveloppe de \$400m sous forme de PRI, annoncé en septembre 2010, devrait permettre à la croissance de ce type d'investissements de se poursuivre.

Illustration : *La F.B. Heron Foundation est probablement une des fondations les plus impliquées dans ce type d'investissements. En 2007 elle investissait 25% de son endowment sous le label MRI, et 7% de ses « dépenses annuelles » dans le cadre de sa mission étaient investis sous forme de PRI. Dans le portefeuille PRI de Heron on trouve notamment un prêt en financement de BFR pour l'entreprise sociale Greyston Bakery (voir introduction).*

⁵⁸ Richmond et L.A

⁵⁹ Définition du Monitor Institute: *"actively placing capital in businesses and funds that generate social and/or environmental good and at least return nominal principal to the investor"*.

⁶⁰ PRI: Sur les 5% de la valeur de leurs actifs nets investis que les fondations doivent dépenser chaque année (sous forme de subventions/dons ou de frais de fonctionnement) afin de servir leur mission et de respecter le code des impôts, l'IRS autorise à effectuer des investissements (prêts, garanties, capital) auprès d'organisations dont l'objet correspond à celui de la fondation.

MRI: investissements à impact social ou environnemental, réalisés sur la partie « endowment » de la fondation, dans le cadre de l'activité de placement financier destinée à assurer la pérennité de l'organisation. L'investissement n'est dans ce cas pas réalisé suivant des conditions concessionnelles, non autorisées dans le cadre de cette activité de placement.

La fondation Calvert⁶¹ a créé en 1995 les Community Investment Notes, placements à taux fixe de 1 à 5 ans, en deçà du marché (actuellement la rémunération varie entre 0.75 et 2%), et investis par la fondation dans des CDFI. En 2009, les Community Investment Notes représentaient \$200m d'investissements. La fondation lève actuellement près de \$1m de fonds privés par semaine pour ce véhicule. Son modèle économique n'est toutefois pas encore équilibré.

- Investisseurs communautaires, au travers des CDFI⁶² (dont les fonds d'investissement communautaires sont également classés parmi les investisseurs sociaux). Créés dans le cadre du *Community Reinvestment Act* (CRA) de 1977, les CDFI sont des institutions financières (fonds de garantie, fonds d'investissement, banques de prêt et de dépôt) dédiées au développement des communautés et quartiers défavorisés des États-Unis. En 2007 les CDFI investissaient \$26md sur l'ensemble du territoire (prêts, garanties, capital).

Illustration Parmi les CDFI financées par le Community Investment Note, on trouve Self Help Credit Union, dont une des entreprises en portefeuille est l'association Mary Neal Childcare Center (Pittsboro, NC), une crèche aux horaires adaptés accessible aux parents travaillant de nuit.

- Investisseurs sociaux (Capital développement social, Capital risque social -Social business angels, social VC, community development VC-) : ces investisseurs en fonds propres et quasi fonds propres ciblent les entreprises à fort impact social et environnemental. Ils sont répartis de la même manière que leurs confrères du private equity classique, segmentés géographiquement ainsi qu'en fonction du stade de développement de leurs cibles, de l'émergence des projets (*seed funding*, parent pauvre du secteur encore aujourd'hui) au développement (*growth funding*). La communauté des investisseurs sociaux en capital comprend plusieurs cercles de business angels (Investors circle, Toniic), quelques investisseurs ciblés sur le marché domestique voire certaines régions des États-Unis (Underdog, TBL capital, Pacific Community Ventures), et plusieurs opérateurs dédiés aux initiatives implantées dans les PVD, comme Gray Ghost Ventures.

Quelques exemples :

Pacific Community Ventures est une organisation de développement local qui vise à créer des emplois au cœur de communautés défavorisées de Californie en y soutenant la création et le développement d'entreprises. PCV est constituée d'une association qui anime un programme de formation et de parrainage pour les entrepreneurs implantés dans ces communautés, et d'une structure commerciale gérant plusieurs fonds d'investissement

⁶¹ Source: http://www.socialfunds.com/education/article.cgi?sfArticleId=7_1 et *Connecting the CDFIs to the SRI community* (p.15), Rosaly Sheehy Cates & Chris Larson, October 2010

⁶² Community development financial institutions

(~\$100m AUM). Elle a investi en 10 ans dans une quinzaine d'entreprises (\$1-5m) et en a accompagné plus de 200.

Good Capital est un jeune fonds d'investissement qui a démarré son activité en avril 2008, et finance les projets de développement d'entreprises sociales ayant au moins deux ans d'existence et plus d'1m\$ de CA annuel. Le fonds a investi dans 5 entreprises (ticket :\$1-3m) dont une non profit (Root Capital). Les fonds à investir proviennent d'un donor advised fund (DAF) : ils ont donc été donnés par les participants, en échange d'une déduction fiscale à leur endroit. Les intérêts produits dans le cadre de l'activité d'investissement, non imposables, permettent d'augmenter la taille du fonds et contribuent à régler les management fees.

RSF Social Finance : association basée à San Francisco, RSF propose au travers du Social Investment Fund (\$73.7m fin 2010) des placements à 90 jours (BAO) à taux variable (en moyenne 2.5% sur les 5 derniers exercices). Les placements sont ouverts aux particuliers et institutionnels (ticket minimum: 1k\$), en général renouvelés par ces derniers pour atteindre 7 ans. Le fonds investit ensuite sous forme de prêt moyen ou long terme dans des entreprises (for- et non-profit) d'agriculture biologique locale, d'éducation et de protection de l'environnement.

D'autres exemples d'investisseurs « sociaux » : Investor's circle (IC), réseau de business angels désireux d'impact social et/ou environnemental; Commons Capital, TBL Capital et New Cycle Capital, fonds d'investissement de capital risque basés en Californie et ciblés sur les secteurs de la santé, des énergies propres, de l'agriculture biologique et de l'éducation (financement de réseau d'écoles privées, « charter schools », avec toute la controverse quant au démantèlement de l'éducation publique que cela peut entraîner). Hormis IC, ces derniers exemples recherchent avant tout le rendement: leur positionnement « à impact » est essentiellement lié à leurs secteurs de prédilection.

d) Les ressources sont elles adaptées aux besoins des entreprises sociales ?

Les différents financeurs revendiquant leur engagement en faveur des entreprises sociales aux Etats-Unis sont ils aujourd'hui à la hauteur des besoins de ces projets si particuliers ? Il semble qu'aussi bien en terme de volume que d'outils, des progrès puissent encore être réalisés.

- L'Etat : au niveau fédéral, le Social Innovation Fund créé en 2010 pour accélérer le développement de modèles d'ES ayant fait leurs preuves à l'échelle locale ne couvre que partiellement ce champ puisqu'il se cantonne aux *non profit*. Le montant alloué à sa mission reste par ailleurs modeste : moins de \$100m pour l'ensemble des Etats-Unis, répartis sur deux ans d'engagement (50 en 2010, 28 votés en 2011). A titre de comparaison, le fonds issu du Grand Emprunt et dédié à l'entrepreneuriat social et solidaire mis en place en 2010 s'élève à 100m€ pour la seule France. Quant aux programmes d'aide aux entreprises définis au niveau de

l'Etat ? D'après Jenny Kassan (Katowitch Law Group⁶³), la Californie jouirait d'une réputation progressiste en partie usurpée, du moins sur le terrain des ES : l'Etat ne propose actuellement pas à ces entreprises de programme d'aide au financement, directe ou par le biais d'incitations fiscales aux investisseurs ciblant les ES.

- Fonds de pension et compagnies d'assurance : ceux-ci sont encore significativement absents des fonds d'investissements sociaux et des entreprises sociales elles-mêmes, et restent concentrés sur l'investissement au sein de CDFI. Plusieurs barrières à une implication plus diversifiée dans l'impact investing: une difficulté à identifier les cibles pertinentes, le ticket d'entrée de ce type d'acteur, souvent surdimensionné au regard du marché, et la législation (contraignante/peu incitative).

- Des opérateurs tels que la caisse de retraite TIAA-CREF⁶⁴ opèrent au travers d'interventions massives (\$43m étaient ainsi investis par TIAA-CREF dans une IMF allemande en 2006).
- La législation impose une « *prudent man rule* » à ces investisseurs. En particulier la loi fédérale relative aux retraites, ERISA⁶⁵, contraint les fonds de pension des employés du secteur privé à rechercher avant tout des investissements offrant un rendement ajusté au marché pour un niveau de risque donné. En dépit de plusieurs publications (*Freshfields Report*, 2007 ; *Fiduciary 2 Report*, UNEP FI, 2009) insistant sur le fait que des considérations sociales et environnementales peuvent être intégrées à la décision d'investissement sans pour autant remettre en cause le respect du « devoir fiduciaire » (*fiduciary duty*) par le fonds, une interprétation restrictive de la loi prévaut parfois parmi les gérants. Par ailleurs, certains institutionnels sont tenus de restreindre leurs placements aux seuls actifs ayant reçu une note de type « *investment grade* » (>BBB) d'une agence de notation reconnue. L'investissement en direction de CDFI, en particulier dans des banques de développement communautaire, dont les dépôts sont garantis par le gouvernement fédéral⁶⁶, est naturellement préféré à d'autres investissements « à impact ».
- Les avantages fiscaux offerts par l'investissement dans certains CDFI par le biais du New Market Tax Credit achèvent d'orienter les capitaux institutionnels « à impact » vers ces intermédiaires⁶⁷.

⁶³ Cabinet d'avocats basé à Oakland, CA, et spécialisé dans le conseil aux social businesses

⁶⁴ \$400m d'actifs en gestion

⁶⁵ Employee Retirement Income Security Act (1974)

⁶⁶ Garantie apportée par l'agence gouvernementale Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

⁶⁷ Voir lexique, "CDFI", pour plus de détails

- Individus à haut revenu (HNWI): ceux-ci sont souvent conseillés dans leurs placements par la banque privée ou leur conseiller financier. Ces gardiens du temple ne sont pas encore convaincus de l'intérêt des investissements à impact, notamment parce qu'ils ne disposent pas de métriques cohérentes pour les évaluer, et qu'il n'existe pas encore de place de marché pour ces investissements. Ils restent donc encore une cible majeure à convaincre et former afin de dévier une partie des ressources investies dans les marchés classiques vers les entreprises sociales. Pour l'instant, les relations *intuitu personae* entre HNWI restent essentielles dans ce marché encore jeune. Ainsi, dans le cas de la première levée de fonds de Good Capital (2008-2009), l'équipe fondatrice (un particulier fortuné, et un gérant de fonds de Calvert) a procédé à un démarchage direct auprès de son réseau personnel, réunissant ainsi \$7m parmi 20 particuliers désireux de développer une philanthropie plus durable.

- Les investisseurs spécialisés : les investisseurs positionnés sur ce marché particulier ne constituent pas, loin s'en faut, un groupe homogène. Le rapport du Monitor Institute, *Investing for Social and Environmental Impact* (Janvier 2009) distingue ainsi nettement deux sous groupes dans cette communauté d'investisseurs : Impact first (recherchant avant tout l'impact social et environnemental, et *a minima* la préservation de leur capital), et Financial First (recherchant avant tout le profit financier, des taux de marché, en intégrant dans leur prise de décision des considérations sociales et/ou environnementales). Ce dernier groupe, principalement constitué d'investisseurs institutionnels (fonds de pension, *mutual funds*, compagnies d'assurance), de quelques banques commerciales classiques (JP Morgan), et de plusieurs fonds VC à consonance environnementale ou sociale, se concentre à ce jour sur les segments « impact environnemental » et surtout « BOP » (Bottom Of the Pyramid⁶⁸) des entreprises sociales. En témoigne l'accent mis sur ce thème dans le rapport de JPMorgan⁶⁹ sur *l'impact investing*, paru en novembre 2010.

Les investisseurs Financial first n'offrent, par définition, pas ou peu de conditions concessionnelles aux ES intégrant leur portefeuille et restent donc réservés à un public restreint d'innovateurs sociaux.

Les investisseurs Impact first, principalement portés par des particuliers à haut et très haut revenus, proposent pour leur part aux entreprises qu'ils financent plusieurs ajustements :

- Des exigences de retour sur investissement parfois moins élevées :

⁶⁸ Marché défini par l'ensemble des personnes dont le revenu annuel est inférieur à \$3000, vivant dans un pays en voie de développement. Définition du World Resources Institute and International Finance Corporation (*The Next 4 Billion*, 2007)

⁶⁹ *Impact Investments: An emerging asset class*. JP Morgan, Rockefeller Foundation, GIIN

- Pour les fonds d'investissement : équivalentes à 15% par an pour Underdog Ventures, supérieures à 10% pour Good Capital. Le taux minimum espéré par les clients de ce dernier est de l'ordre de 12 %. Le dernier investissement en date, Root Capital (*non profit* finançant des petites entreprises en développement en milieu rural dans les pays en voie de développement, à mi-chemin entre la microfinance et la banque), paye un taux annuel de 7,5% et rémunère le fonds pour des prestations de conseil définies dans le cadre du contrat de prêt participatif, pour un montant minimal de \$10k (\$15k/an si certaines étapes sont franchies en avance), permettant d'atteindre *in fine* un rendement de l'ordre de 12,5% pour Good Capital.
- Pour les fondations investissant au travers de lignes PRI⁷⁰ : des taux d'emprunts en dessous du marché sont proposés aux ES. Certaines fondations étendent également leurs investissements « à impact » (en ligne avec leur projet) à leur *endowment*, au travers de lignes MRI⁷¹. Dans ce cas les clauses de l'investissement sont moins concessionnelles : la fondation est en effet tenue à un « devoir fiduciaire » dans la gestion de son *endowment* (ce dernier étant le garant de sa pérennité), et doit donc maximiser le rendement de ses placements dans ce cadre.
 - Des durées d'intervention plus étendues : la patience est une des qualités communes à ces investisseurs, qui ont un horizon de sortie à 6 voire 7 ans, et sont prêts à le repousser si les options de sortie ne permettent pas de maintenir la mission sociale de l'entreprise. C'est le cas notamment pour Underdog Ventures, et dans une moindre mesure Good Capital (5/6 ans).

Au terme de ce rapide panorama, on note déjà plusieurs distinctions de taille entre les écosystèmes de l'entrepreneuriat social français et californien. Si les financeurs et entrepreneurs en Californie réclament le développement plus rapide des mouvements de capitaux à destination des ES, il semble que ceux-ci n'aient pas tant à envier au paysage des financeurs (à moyen et long terme) des entreprises sociales en France:

- *la France compte moins d'investisseurs dédiés au secteur (Phi Trust, IDES, France Active, Garrigue parmi les plus notoires) ;*
- *ceux-ci semblent spécialisés sur un segment plus étroit que leurs confrères américains ;*

⁷⁰ PRI : Program Related Investment

⁷¹ MRI : Mission Related Investment

- les prises de participation en capital y sont encore une rareté (à noter que parmi les investisseurs américains, les titres convertibles sont d'ailleurs plus largement pratiqués que la prise directe de capital) ;
- le secteur du private equity français ne tente pas encore de s'investir directement dans le financement d'ES: le fonds dirigé par Fanny Picard (Alter Equity), plus proche d'un fonds à impact « financial first » selon la segmentation du Monitor Institute, et la Fondation AlphaOméga récemment créée par Maurice Tchenio fondateur d'Apax partner (investisseur « impact first ») pourraient ouvrir la voie, mais ce pan d'activité reste encore largement à construire. A noter l'investissement indirect de certains acteurs du private equity dans des investisseurs à impact social : l'exemple de la participation de BNPPPE dans la SIFA crée un heureux précédent en ce sens, ;
- l'Etat (au travers de réglementations incitatives - loi TEPA- ou contraignantes -loi Fabius 2001 et nouvelle loi sur l'épargne salariale de 2008⁷²-, et d'outils de financement dédiés -fonds de cohésion sociale, subventions d'investissement fléchées vers ces entreprises-) et les investisseurs institutionnels jouent en revanche un rôle beaucoup plus pionnier dans la captation de ressources pour les ES : les fonds commun de placement solidaires à la française (90% cotés ou monétaires, 10% dits solidaires), et leur éventuelle déclinaison aux produits d'assurance-vie, les perspectives ouvertes par le Fonds Stratégique d'Investissement n'ont pas encore d'équivalent aux Etats-Unis.

Un constat commun demeure néanmoins : les ressources nécessaires au démarrage et au développement de ces entreprises restent encore limités. De cette affirmation, plusieurs questions découlent.

2) Existe-t-il un marché des entreprises sociales?

“Market: a place where buyers and sellers convene for trade.”

Aujourd'hui, en France comme aux Etats-Unis, le secteur des entreprises sociales et de leurs financeurs « à impact » sont à un stade d' « *uncoordinated innovation* » (Monitor Institute, 2009): très innovant, peu structuré.

⁷² En France, la loi sur l'épargne salariale oblige l'employeur à proposer à ses salariés des placements labellisés « solidaires » pour les PERCO dont ils bénéficient.

Figure 14 : Phases of industry evolution (Freireich & Fulton, 2009)



Ainsi que le souligne en 2010 Sean Foote, VC, fondateur de Toniic et enseignant à UC Berkeley-Haas, le “marché” des entreprises sociales aux Etats-Unis serait plutôt: *« a fragmented \$350 billion business, with something like 50 organizations in the country with budgets above \$50 million {référence omise}. That leaves millions of small organizations trying to do good in the world and connect with donor or investor dollars ».*

Pourtant, une volonté d’organisation se fait jour, en particulier parmi les fondations influentes aux Etats-Unis telle que Rockefeller, Annie E. Casey ou Heron. Au-travers des initiatives qu’elles pilotent, les contours d’une véritable industrie à l’ambition mondiale sont en train de se dessiner. Ainsi, en novembre 2010, le secteur des ES a trouvé une nouvelle consécration avec la publication d’un article par l’équipe Equity Research de JP Morgan (publié dans le cadre de l’initiative de la fondation Rockefeller) : *Impact investments, an emerging asset class*. Même si l’article se concentre sur la partie « *Bottom of the pyramid* » du secteur, il dénote un intérêt potentiel des institutions financières pour ces projets, jusqu’ici considérés comme marginaux.

Comment augmenter le flux des capitaux à destination de ces entreprises en donnant réellement corps à ce marché ? En France comme aux Etats-Unis, plusieurs solutions « structurantes » ont été fréquemment évoquées par les praticiens, voire mises en œuvre. Elles portent sur l’identité de ces entreprises et l’existence de corps constitués représentant leur secteur (visibilité), le bien-fondé de leur impact social (légitimité).

a) Visibilité des entreprises sociales : accroître la cohérence du secteur

La création d'un label/certification conférant une identité commune à ces structures si diverses et permettant d'accroître leur crédit vis-à-vis des investisseurs en particulier est souhaitée par de nombreux acteurs du secteur.

- Cette proposition est notamment promue en France par « le labo de l'ESS », initiative portée par différents acteurs emblématiques du secteur de l'économie sociale et solidaire afin d'accélérer son développement. A ce jour, une telle certification n'existe pas. Néanmoins France Active se repose d'ores et déjà sur un agrément « entreprise solidaire », accordé par les préfets de départements, et qui pourrait constituer un des éléments de cette certification : il garantit en effet la politique d'embauche de l'entreprise et/ou une gouvernance participative accompagnée d'un encadrement de l'échelle des rémunérations. Cet agrément a l'avantage d'être délivré par une autorité de l'Etat (le préfet), mais reste méconnu et peu reconnu.

- Aux Etats-Unis, l'entreprise B Lab certifie les ES (« *which use the power of business to solve social and environmental problems* ») avec pour but ultime le regroupement de l'ensemble de ces organisations sous son label, et la création d'un secteur dont elle garantirait la cohérence vis-à-vis des consommateurs et des investisseurs. Aujourd'hui les Etats-Unis comptent 370 entreprises certifiées *B Corp*⁷³. Les entreprises candidates doivent subir un audit de leurs pratiques sociales et environnementales (leur notation devient alors publique⁷⁴) et faire évoluer leurs statuts, en étendant la responsabilité de leurs dirigeants à un ensemble de parties prenantes (employés, consommateurs, environnement, communauté), au-delà de la maximisation du profit des actionnaires de la société. Ainsi, le « devoir fiduciaire » (*fiduciary duty*) des dirigeants est-il interprété de façon large, intégrant la création de valeur extra-financière. Au delà de la certification, cette adaptation des statuts est un moyen de préserver la mission sociale originelle de l'entreprise. Une ES aussi emblématique que Rubicon Programs à Richmond (CA) a ainsi exigé que son entreprise phare, Rubicon Bakery, soit certifiée *B Corp* par le repreneur dans le cadre de son rachat (à l'issue d'un plan de retournement). La certification *B* révèle néanmoins plusieurs failles :

- inaccessibilité aux non-profits (un équivalent réservé aux *non profit* est GuideStar),

⁷³ [Rapport annuel 2011 B Corporation](#)

⁷⁴ Exemple de notation : [Evergreen lodge](#), entreprise de tourisme écologique et programme de développement professionnel pour jeunes adultes en difficulté résidant dans la région de San Francisco.

- coût, limitant la propension des jeunes entreprises à la solliciter. Si la rémunération de l'organisme de certification reste raisonnable (les frais annuels sont de 500\$ pour une entreprise dont le CA < \$2m), une documentation importante est à fournir initialement et sur la durée de vie de la certification,
- risque d'un label concurrent, d'autant qu'à ce jour un nombre encore modeste d'entreprises sont certifiées « B ». Ce dernier écueil fait dire à Joy Anderson (Criterion ventures) que le label n'est pas en soit gage de structuration du secteur.

Plusieurs investisseurs sociaux (Investors' Circle, RSF-Social Finance, Gray Ghost Ventures, TBL Capital⁷⁵) s'ils n'utilisent pas le système pour identifier de nouveaux investissements, ont intégré dans leur *due diligences* l'évaluation utilisée lors de la certification (« B Impact Assessment »). Certains exigent de leurs entreprises en portefeuille la certification B à un certain stade de maturation (notamment en vue de la sortie du portefeuille), mais le cadre défini par B Lab reste plus aujourd'hui une référence pour évaluer l'impact d'une entreprise.

b) Légitimité des entreprises sociales : la mesure de l'impact social.

Si l'impact social et environnemental doit faire partie intégrante de la décision d'investissement dans une ES, l'investisseur doit disposer de moyens fiables pour l'évaluer au moment et au cours de l'investissement, afin de rendre compte à la fois du rendement financier et du rendement social/environnemental de ses placements. En l'absence de référentiel commun cohérent entre investisseurs et entreprises, et sans partage transparent de ces données, l'évaluation reste peu exploitable. En France, il n'existe pas encore à ce jour de référentiel commun mesurant l'impact social des ES. Plusieurs initiatives menées aux Etats-Unis afin de faciliter l'évaluation d'ES émanant de secteurs les plus divers au travers d'indicateurs communs, simples, et pertinents, font figure d'exemple. Elles s'articulent autour de deux axes :

- constituer le jeu d'indicateurs et construire une base de données suffisamment peuplée pour fournir aux investisseurs des éléments de comparaison fiables lors du choix d'investissement ;
- garantir la transparence du système notamment en facilitant la recherche académique sur le thème.

⁷⁵ Fond de capital-risque fondé par d'anciens responsables de RSF Social Finance

i) Développer un jeu d'indicateurs et une base de données nourrie

- Au sein de la communauté des CDFIs, bien identifiable grâce à la certification fédérale⁷⁶ dont ces institutions doivent se prévaloir pour exercer leur activité, un système de notation a été développé : le CDFI Assessment and Rating Service (CARS⁷⁷). Réservé aux CDFI établissements de prêts, il évalue à la fois leurs fondamentaux financiers et leur impact social. En 2010, Paige Chapel, directrice de l'agence de notation, indiquait que 60 des 600 établissements de prêts CDFI, représentant 30% des actifs détenus par les CDFI, étaient notés (objectif : 100 fin 2011). D'après P.Chapel, un tiers des investisseurs clients de CARS exigeaient de leurs CDFI en portefeuille qu'il soient évalués sur la durée de leur investissement⁷⁸. Aujourd'hui une quarantaine d'investisseurs, institutionnels et fondations essentiellement (dont Merrill Lynch et JPMorgan), ont recours à cette notation dans leur processus d'investissement. A noter : les investisseurs sont les principaux contributeurs financiers du programme, les CDFI notées participant de façon plus symbolique.
- Pour la communauté plus large de l'ensemble des ES, on a vu que la méthode définie par B Lab dans le cadre de sa certification (*B Impact Assessment*) était mobilisée par plusieurs investisseurs pour évaluer *ex ante* l'impact social de leurs cibles. B Lab donne aussi accès aux données agrégées de toutes les entreprises certifiées (dimensions notées : *environnement, employee benefits, community, consumer and leadership dimensions*), fournissant aux investisseurs des éléments de comparaison.
- A partir des données recueillies dans son système enfin, B Lab met en place le Global Impact Investing Rating System (GIIRS), permettant d'évaluer l'impact à la fois des ES et des fonds d'investissement sociaux. La base de données-test regroupe :
 - o toutes les entreprises certifiées (399 fin mars 2011). Ambition : devenir le système de notation de l'impact social et environnemental (hors performance financière) de référence pour les investisseurs ;
 - o 25 fonds d'investissement détenant au total 200 entreprises en portefeuille (AUM=\$1.2md). Ces 25 « *GIIRS Pioneer Funds* » seront les premiers investisseurs à impact à être eux-mêmes évalués selon le système GIIRS. C'est une première étape dans la création d'une base de données regroupant
 - l'ensemble des fonds à impact (ImpactBase, qui fournira à terme des données financières et extra-financières sur ces fonds d'investissement),

⁷⁶ La certification est octroyée par le CDFI-Fund, une agence du Département du Trésor américain. En juillet 2009 il y avait 784 CDFI (banques, fonds de garantie, fonds d'investissement) certifiées par le Trésor (www.cdfifund.gov).

⁷⁷ Développé par Opportunity Finance Network, le principal réseau de CDFI aux Etats-Unis

⁷⁸ Source : communiqué de presse CARS- Février 2011.

- un index des 50 fonds d'investissement privés à impact les plus performants (ImpactAssets Global 50⁷⁹) dont le lancement est prévu courant 2011⁸⁰.

ii) Favoriser la transparence du système

L'implication de la recherche académique dans l'évolution du système de notation de l'impact apparaît comme indispensable, à la fois pour éprouver et renforcer sa robustesse (qualité et richesse des données), et pour garantir l'adhésion de l'ensemble des acteurs et financeurs de l'entrepreneuriat social à cette mesure. Cette implication ne saurait s'obtenir sans la plus grande transparence de la part des organisations à l'origine de ces systèmes. B Lab développe ainsi un partenariat avec le laboratoire CASE⁸¹ de Duke University, afin de faciliter l'accès de la recherche académique à un ensemble de données recueillies par B Lab et GIIRS, et d'améliorer la qualité de ces données et leur pertinence au regard des thèmes et questionnement des différents acteurs du secteur (les B corp ont-elles un impact social supérieur aux entreprises classiques, à moyen-long terme ? Qu'en est-il des investisseurs à impact sur cette même question ? Quels modes d'investissement garantissent un impact maximal ?...).

3) Le marché des entreprises sociales attire-t-il les investisseurs ?

a) La barrière du rendement financier.

Les investisseurs à impact sont-ils à la recherche d'un niveau de rendement similaire ? Les auteurs de l'article *Impact investments, an emerging asset class*⁸² (Nov.2010) n'en sont pas convaincus. Ils estiment que ces exigences de rendement ne sont pas homogènes, bien que les nouveaux entrants soient plus à ranger dans la catégorie des « *financial first* » de la vaste famille des investisseurs à impact : « *We conducted a survey of leading impact investors, which resulted in 24 respondents providing data on expected returns for over 1,100 individual investments. Reported return expectations vary dramatically: while some impact investors expect to outperform traditional investments, others expect to trade-off financial returns for social impact.* » L'enquête a permis également de préciser que les niveaux de rendements espérés par les investisseurs (dette et FP) étaient

⁷⁹ L'initiative regroupe la Cordes Foundation, Rockefeller Foundation, Giving Assets, Calvert Foundation.

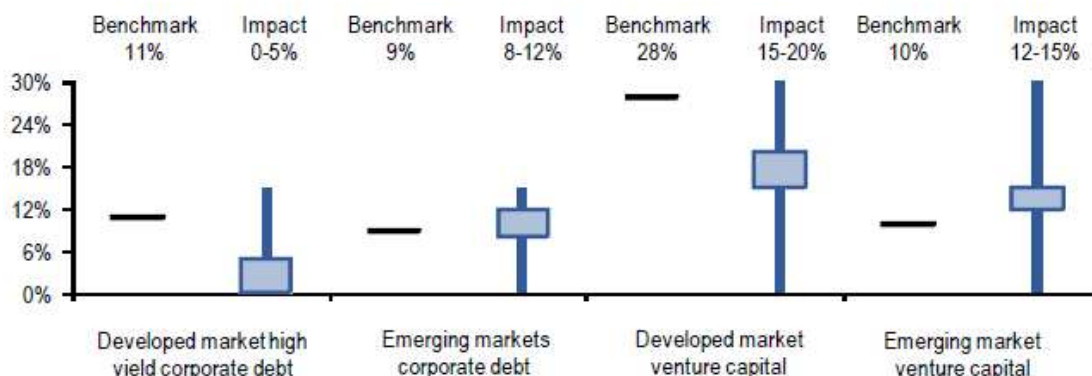
⁸⁰ ImpactBase et ImpactAssets Global 50 sont respectivement portées par les organisations GIIN et ImpactAssets. GIIN regroupe un ensemble d'investisseurs à impact, et est à l'origine de la création d'IRIS, qui définit le « langage commun » d'évaluation de l'impact social et environnemental et a servi de base à la construction de la notation GIIRS.

⁸¹ Center for the Advancement of Social Entrepreneurship, laboratoire dédié à l'entrepreneuriat social.

⁸² O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M. (2010). Funders: JP Morgan, Rockefeller Foundation, GIIN

inférieurs au marché pour les investissements dans les pays développés, et au niveau voire au-dessus du marché pour les investissements réalisés dans les pays émergents (p.9 de l'article).

Figure 15: Rendement moyen attendu par outil, pour un ensemble de 24 "investisseurs à impact"



Source : GIIN et JPMorgan. Les barres horizontales représentent la moyenne des rendements réalisés par le benchmark et les rendements moyens espérés par les investisseurs à impact (TRI brut annuel). Les lignes verticales illustrent les écarts entre les rendements attendus par les différents investisseurs à impact (TRI brut annuel).

D'après nos observations :

- En France on identifie plusieurs freins économiques à une intervention plus systématique en haut de bilan pour les entreprises sociales :
 - TRI souvent modeste, discours ciblé sur l'impact voire hostile au rendement financier qui peut refroidir les ardeurs des investisseurs, même intéressés par la plus-value sociale de ces projets : « Dans les entreprises de l'ESS, la rémunération du capital est limitée ou nulle, évitant le diktat de la performance financière maximale » (*50 propositions pour changer de cap*, 2009, Le Labo de l'ESS);
 - Modèle économique particulier, mêlant ressources d'origines publique et privée, en lien avec un objet double, à la fois économique (création de valeur) et social (insertion de personnes en difficulté d'accès à l'emploi, solidarité en direction des personnes âgées, protection de l'environnement) ;
 - Absence de mesure fiable et commune de la plus-value sociale générée (voir II.2.b.). Or cette plus-value pourrait compenser en partie la rentabilité financière modeste de ces entreprises, voire permettre l'émergence de produits financiers dont la plus-value sociale pourrait être rémunérée par des fonds publics (à l'image des *Social Impact Bonds* créés au Royaume Uni et qui font des émules, notamment aux États-Unis) ;
 - Difficulté à évaluer le risque propre à ces entreprises ;
 - Perspectives de sortie limitées, d'autant que l'exigence de préservation de la mission sociale diminue le nombre d'acquéreurs acceptables.

- En Californie :

- Les modèles économiques sont plus variés qu'en France, laissant un champ des possibles plus vaste pour l'investisseur intéressé par l'impact social ;
- Le potentiel de rendement financier de ces projets paraît mieux établi : quelques sorties positives ont été réalisées par des VC spécialisés. Néanmoins, comme en France, la question de la sortie n'est pas des moindres pour les investisseurs. Des fonds comme ceux de Good Capital ou Gray Ghost Ventures visent pour le moment en priorité la cession de leurs parts à un grand compte, et le marché est encore jeune pour qu'un historique consistant se dessine (le premier fonds de Good Capital, par exemple, n'a pas encore enregistré d'événement de liquidité) ;
- Les incitations fiscales ne viennent pas réellement améliorer le rendement de ces investissements : elles ne concernent que les dons réalisés auprès de fondations (par exemple, le *Donor Advised Fund* qui alimente Good Capital). Les profits réalisés par le biais de *social venture fund* comme Pacific Community Ventures sont entièrement imposables et l'investissement dans de tels fonds ne donne lieu à aucune déduction fiscale.

b) La barrière du statut juridique

- Les financeurs principaux des ES aux États-Unis ont des exigences contradictoires. Ainsi que le résume A. Bromberger dans son article *A new type of hybrid*: "Much to the chagrin of social entrepreneurs, U.S. law does not currently recognize any single legal entity that can simultaneously accept tax-deductible donated capital (charitable contributions and grants); invested capital (equity investment for which investors seek a market rate of return); and quasi-invested capital (such as loans or program-related investments [PRI] from foundations that are structured as investments but in which the funder has a strong philanthropic motive and neither expects nor demands a market rate of return)." En effet:

- Une fondation préférera éviter les risques fiscaux en limitant ses investissements « PRI » aux seuls organismes à but non lucratif. Pourtant, en théorie, l'investissement dans des *for-profit* à la mission sociale forte peut être pris en compte dans l'activité charitable d'une fondation (en tant que « PRI »). En réalité, le code des impôts reste très évasif sur la détermination de l'objet charitable d'une structure *for-profit*. Le risque de refus *a posteriori* par l'IRS de l'affectation de ce type d'investissements aux « 5%

charitables » de la fondation est susceptible de remettre en cause le statut fiscal de cette dernière. Elle s'en tient donc pour le moment à l'écart ;

- Un investisseur privé, en revanche, souhaite avoir une emprise sur l'évolution de l'entreprise afin de maximiser son rendement et limiter son risque : il est par conséquent moins prompt à investir dans un organisme à but non lucratif, dont il ne peut détenir aucun titre de propriété ;

- Le mode de gouvernance et la nature du capital des coopératives et organismes à but non lucratif compliquent la participation d'investisseurs aux fonds propres de ces entreprises.

- Le code des impôts américain interdit aux investisseurs de faire partie du bureau d'une association qu'ils financeraient (en raison des intérêts privés qu'ils seraient susceptibles de défendre au sein de cette instance, délit de « *private inurement* ») ;

- Le cadre juridique des associations loi 1901 en France est plus laxiste, mais des recommandations allant vers plus de rigueur ont été faites à l'Assemblée Nationale en février 2011, dans un rapport d'information sur Les modes de financement et de gouvernance des associations de protection de la nature et de l'environnement (p44 : « la prudence et la sagesse ordonnent de ne pas transformer les partenaires en codécideurs »). Les propos portent sur les partenaires finançant le fonctionnement de l'activité, mais une évolution du cadre législatif pourrait englober les investisseurs eux-mêmes ;

- Néanmoins des solutions et contournements peuvent permettre aux investisseurs de conserver une certaine maîtrise du plan d'affaires auquel ils ont souscrit.

- Il en est ainsi du dernier investissement de Good Capital, 200k\$ de dette subordonnée souscrite au profit de Root Capital (voir II.1.d.) : le financement s'est conclu au taux de 7,5% sur 5 ans, remboursable *in fine*, mais la convention de financement stipule également l'achat par Root Capital d'une mission de conseil auprès de Good Capital sur cette durée. Le contrat permet de garantir un rendement supérieur à l'investissement réalisé (12% min.) comme nous l'avons mentionné précédemment, mais également de conserver un droit de regard sur la gestion de l'entreprise pour la durée de l'investissement ;

- Pour permettre à l'investisseur de peser en fonction de son niveau de participation dans certaines décisions stratégiques de l'entreprise, tout en garantissant la mission sociale de cette dernière, plusieurs statuts dédiés ont été élaborés en France comme aux Etats-Unis.

- Les *Benefit corporations*⁸³, dont l'objet complémentaire à la réalisation de profit est l'atteinte d'un ou plusieurs bénéfices sociaux, ont été reconnues dans deux États : le Vermont et le Maryland. 9 autres États, dont la Californie, sont en train d'intégrer la *benefit corporation* en tant que forme juridique dans leur corpus légal. La participation de l'investisseur à la gouvernance de l'entreprise y est permise comme dans toute société commerciale, mais les dirigeants de la *benefit corporation* sont protégés par cette loi s'ils prennent des décisions propres à servir la mission sociale de l'entreprise, et susceptibles de diminuer ses profits ;
- Le statut L3C, créé en 2008 dans l'état du Vermont constitue également un statut juridique moins inhibant pour les investisseurs que les associations sans but lucratif ou les coopératives. Les L3C sont des sociétés commerciales dont l'objet premier n'est pas la réalisation de profits mais le service d'une mission sociale. Cette forme juridique a essentiellement été créée pour dépasser la crainte des fondations de voir leur statut fiscal remis en cause si elles venaient à investir, dans le cadre de leur « 5% charitables » annuels, dans des entreprises sociales. Toutefois, cela n'a pas été réellement suivi d'effet pour le moment et les L3C manquent encore d'adeptes : les États-Unis comptent ainsi 5 000 L3C en 2009, de plus ce statut nouveau n'est pas reconnu au niveau fédéral, et seuls quelques États l'ont adopté. Ce statut ne serait de plus pas réellement plébiscité par les investisseurs comme les fonds d'investissements dans le cadre de prises de participation au capital d'ES : selon certains, le pacte doit permettre de couvrir toutes les spécificités de l'entreprise sociale, sans l'intervention d'un statut particulier. A titre d'exemple, Village Market intégrerait à certaines *term sheets* des *poison pills* destinées à protéger l'objet social de l'entreprise (si l'acquéreur ne peut garantir un certain niveau d'impact, il doit payer une prime au cédant) ;
- Sur un mode un peu similaire, la création des SCIC en 2001 en France visait à attirer de nouveaux investisseurs (en l'occurrence, en priorité les collectivités publiques). Ici aussi, ce nouveau statut a pour le moment rencontré un succès tout relatif : à fin mai 2011 soit près de 10 ans après la création de leur statut, seules 190 SCIC étaient en activité en France ;
- Enfin certains statuts coopératifs aux États-Unis cherchent à faciliter l'entrée d'investisseurs privés à leur capital. D'après Jenny Kassan, en Californie, la loi est peu claire

⁸³Cette forme juridique a été élaborée dans le sillage de la certification B Corp par l'organisation B Lab.

quant à la participation d'investisseurs extérieurs au capital de ces entreprises (ils n'ont de fait aucun droit de vote), et serait en cours d'évolution. Le Minnesota, en revanche (ainsi que d'autres états) dispose d'un nouveau statut qui facilite l'injection de capitaux extérieurs dans une coopérative. La New Minnesota Cooperative Law, Chapter 308B, Minnesota Statutes⁸⁴ permet ainsi à des investisseurs non-coopérateurs de détenir jusqu'à 85% du capital, et bien qu'un minimum de droit de vote en assemblée (50%) soit réservé par la loi pour statuer sur les questions « d'ordre général », rien n'est précisé en terme de limite de droits de vote pour des questions plus spécifiques voire stratégiques, laissant le champ libre aux investisseurs souhaitant négocier des termes plus favorables quant à leur participation à la gouvernance de l'entreprise. Par ailleurs, la loi sur les titres financiers serait conciliante avec les coopératives au Colorado : une coopérative peut y effectuer une opération de placement de ses titres auprès d'investisseurs privés, accrédités ou non à hauteur d'\$1m, et sans s'acquitter de frais d'enregistrement.

c) La relative illiquidité du marché.

Liquidité du marché et préservation de l'impact social : deux objectifs contradictoires ? Plusieurs initiatives américaines vont dans le sens de leur conciliation.

- La fondation Rockefeller a financé⁸⁵ dans le cadre de son *Impact Investment Initiative* une étude de faisabilité d'une bourse dédiée aux entreprises sociales (« *social stock exchange* »), dont le lancement est prévu pour 2012. De nombreux acteurs l'appellent de leurs vœux, il semblerait que le marché soit prêt (la réussite fulgurante de Kiva, place de mise en relation entre investisseurs privés et micro entrepreneurs, en est un signe). De plus, de nombreuses ES auraient atteint un stade de développement et des besoins de financement justifiant une introduction en bourse. D'après Sean Foote toutefois, ces projets de bourses publiques dédiées aux ES ne constituent pas une solution en soi, tant il lui semble inaccessible aujourd'hui de comparer les impacts d'ES entre elles et de faire confiance à la main invisible pour mettre un prix sur ceux-ci.

⁸⁴ Sources complémentaires : Lee Egerstrom, [New tools needed for Minnesota economic recovery plans](#) ; Bill Oemichen, *The New Minnesota cooperative Model* ; Robert Hensley&David Swanson, *Minnesota legislature adopts new coop associations act* (May 2003)

⁸⁵ Subvention de 500k\$. Les fondateurs visent une levée de fonds initiale de \$2m, dont la moitié serait acquise début 2011 (source : India Times, Economics, Jan.2011)

- Mission markets⁸⁶, créé en juillet 2010 et dont l'étude de faisabilité a également bénéficié des fonds de l'*Impact Investing Initiative* de Rockefeller, a construit quant à lui un marché privé de titres d'entreprises sociales, et en particulier un marché secondaire, tentant ainsi d'apporter une réponse à l'absence de liquidité du marché. Mission Markets est réservé aux investisseurs accrédités par la SEC : « High Net Worth Individuals » accrédités, ou investisseurs institutionnels. Elle propose un marché primaire d'émission de dette et de fonds propres, ainsi qu'un marché secondaire pour les entreprises sociales arrivant au terme d'un premier tour d'investissements privés. Les investisseurs membres de la plateforme peuvent y prendre connaissance des *deals* ouverts et d'un certain nombre d'informations concernant les entreprises, d'effectuer leurs *due diligence* puis de réaliser leur transaction depuis le site. Les deux premières opérations conclues récemment sur la plateforme sont les levées de fonds initiales de HotFrog et Lumni (respectivement 25 et 50k\$, émanant d'un particulier et d'une société d'investissement familiale). Une opération sur le marché secondaire est en cours, elle concerne Better World Books (CA>\$50m), une entreprise financée initialement par le fonds d'investissement Good Capital.

⁸⁶ Mission Markets est un broker/dealer certifié par la SEC

Conclusion : forces et faiblesses de chaque écosystème

Californie
(+) Le moteur: une ambition forte d'acteurs de poids (par exemple Rockefeller Foundation, Annie E. Casey Foundation) pour le secteur de l'investissement à impact et les entreprises qui en bénéficient. Des moyens mis au service de cette ambition.
Une importante communauté d'investisseurs individuels pour la plupart anciens entrepreneurs/capitaux-risqueurs dans les entreprises innovantes de la Silicon Valley. Communauté présentant: <ul style="list-style-type: none"> - (+) une plus forte appétence au risque ; - (+) des réseaux puissants au service des entreprises sociales bénéficiant de ces investissements ; - (+ et -) un niveau d'exigence élevé à l'égard de ses entreprises en portefeuille.
Un nombre important d'investisseurs à la recherche d'entreprises créant un impact social/environnemental. (+) Le nombre de ces investisseurs à impact apparaît beaucoup plus important qu'en France, en particulier: <ul style="list-style-type: none"> - pour les investissements de haut de bilan - pour les tickets >\$1,5m. (-) Manque d'investisseurs intervenant de façon généraliste en financement des <i>social enterprises/social businesses</i> : les CDFI vont financer en priorité le logement social et la création d'activité en zone de revitalisation rurale ou en zone urbaine sensible, un autre ensemble d'investisseurs va concentrer son activité sur les innovations sociales à destination des marchés BOP des pays émergents, un autre groupe enfin ciblera la création d'activité sur le marché national, avec un intérêt prononcé pour l'agriculture et l'alimentation biologiques, et les <i>clean tech</i> .
(+) Venture Philanthropy: la région de la Baie de SF (CA) en est le berceau. Les entreprises sociales bénéficient d'un soutien et d'un accompagnement opérationnel intensif de la part des fondations qui se revendiquent de ce mouvement. Et elles sont nombreuses en Californie (Omidyar Network, Skoll Foundation, Acumen, REDF, NewSchoolVenture Fund, Draper Richards Foundation, etc.).
(+) Culture entrepreneuriale omniprésente: incubateurs, concours de <i>business plans</i> sociaux.
(-) Une réglementation et un budget fédéral bien intentionnés mais controversés: <ul style="list-style-type: none"> - le Community Reinvestment Act sert avant tout à financer les logements sociaux et l'accès des populations défavorisées à l'épargne, moins au développement d'entreprises sociales ; - le Social Innovation Fund lancé en juillet 2010 par l'administration Obama est très limité dans son objet.
(-) Une réglementation fiscale peu incitative: <ul style="list-style-type: none"> - Des fondations limitées dans leur engagement financier auprès de certaines entreprises sociales: par peur d'une requalification de leur statut fiscal si elles investissent dans une <i>for profit</i>

(méconnaissance/mauvaise maîtrise de la fiscalité).

- Des fonds de pension privés limités dans leur investissement à destination des *social enterprises/businesses* par une réglementation spécifique (ERISA) considérée de façon restrictive. Une réécriture de cette réglementation en 1994 et 2008 aurait permis d'encourager une implication plus forte de ces investisseurs dans les domaines habituellement couverts par les CDFI⁸⁷. Néanmoins elle est régulièrement mise en avant par ces investisseurs comme un obstacle majeur à leur implication dans ce secteur.

France

(+) Un cadre législatif plus favorable aux investissements dans les entreprises sociales et solidaires (notamment loi Fabius (2001), loi sur l'épargne salariale (2008), loi TEPA)

(+) De manière générale, des fonds publics plus généreux: le SIF (\$100m) inauguré en juillet 2010 et destiné à promouvoir le développement de l'entrepreneuriat et de l'innovation sociale sur l'ensemble du territoire américain est inférieur en montant aux fonds consacrés à l'entrepreneuriat social par le gouvernement français dans le cadre du grand emprunt de 2010.

(-) Manque d'investisseurs de poids pouvant intervenir de façon massive (>2m€) dans des entreprises sociales prometteuses/performantes.

(-) Communauté d'investisseurs « spécialisés » plus restreinte.

(-) Accompagnement des entreprises financées plus modeste.

(-) L'ambition de la communauté des investisseurs à impact pour le secteur est moins revendiquée, la volonté de construction d'une nouvelle industrie ne semble pas partagée.

Nous tirons de notre étude les conclusions suivantes:

- Le marché de capitaux à destination des *social enterprises/social businesses* aux Etats-Unis est encore peu structuré, ses frontières sont encore mal définies. En France, celles-ci sont mieux identifiées: les définitions du secteur et les opérateurs en place sont beaucoup plus établis, dans la lignée d'une économie sociale vieille de plus d'un siècle.
- En revanche, la maturité des marchés de capitaux aux Etats-Unis et le dynamisme innovant dont font preuve les principaux opérateurs de l'investissement « à impact » et les entrepreneurs sociaux, ainsi que l'initiative de grande ampleur menée par la fondation Rockefeller afin de catalyser ces forces, laissent entrevoir dans ce pays un développement massif du secteur. La création d'un marché secondaire pour les titres de *social businesses* par Mission Markets apparaît également comme une étape très prometteuse vers une participation plus directe des investisseurs institutionnels à ce marché.

⁸⁷ *Mobilizing Private Capital for Public Good*, Canadian task Force on Social Finance (Nov 2010)

- Le marché de capitaux sociaux aux Etats-Unis est peu démocratique, encore aujourd'hui réservé à un groupe restreint d'investisseurs. Afin d'y accroître les flux de capitaux à destination des ES, il nous semble qu'un accès du grand public à l'investissement « à impact » doit être initié. Les investissements directs étant réservés aux *accredited investors* (en raison des risques importants de pertes associés à ce type d'investissement pour un public non informé), la création par les investisseurs institutionnels de véhicules d'investissement « à impact » commercialisables auprès du grand public doit être généralisée⁸⁸.

Ces produits ne sauraient se développer sans l'existence d'index et de métriques utilisables par les analystes de ces institutions pour réaliser leurs choix d'investissement, d'une part, et sans l'existence d'un cadre réglementaires clarifié quant à ce type d'investissement (cf. contraintes de la loi ERISA), d'autre part. Comme nous l'avons évoqué, ces outils sont en cours d'élaboration, et à un stade apparemment nettement plus abouti aux Etats-Unis qu'en France, où la notation sociale n'existe qu'au stade d'idée.

Quant à l'adhésion du grand public et la distribution de ces produits, elle passe principalement par les conseillers financiers qui doivent être informés et rassurés quant à la conformité de ces produits avec le niveau de risque qu'ils sont autorisés à conseiller à leurs clients dans le cadre de leur licence professionnelle. En matière de produits financiers solidaires à destination du grand public, la France jouit d'une certaine expérience et pourrait de ce point de vue être une bonne source d'inspiration pour les « grands ordonnateurs » du marché de capitaux sociaux aux Etats-Unis.

⁸⁸ De ce point de vue, une relative démocratisation du marché semble en route aux Etats-Unis : ainsi, par exemple, RSF social finance va élargir l'accès de ses Social Investment Fund Notes créés en 1984. Ces titres (comparable en terme de rendement et de taux à des CD court terme) devaient être proposés à la vente dans la plupart des banques de détail courant 2011.

Annexes

Remerciements

Pour leurs conseils, leur relecture assidue et leurs suggestions qui ont permis de faire évoluer cet article, je remercie Fanny Gérôme (France Active) dont l'œil critique et constructif m'a été très précieux, ainsi que Thierry Hommel (Sciences Po), Jean-Michel Lécuyer (France Active), Emmanuelle Maudet (France Active), Stéphane Miel (MBA 11- Haas School of Business-UC Berkeley), Thierry Sibieude (ESSEC), Véronique Tröge (France Active), Jean-Christophe Vidal (Sciences Po). Pour leur inestimable apport, je voudrais également remercier l'ensemble des personnes avec lesquelles j'ai pu m'entretenir au cours de mon séjour à Berkeley, et dont les noms figurent dans l'annexe "Entretiens réalisés". Enfin, je remercie pour leur accueil et leurs conseils l'équipe d'organisation de la GSVI à Haas School of Business-UC Berkeley et en particulier Masha Lisak et Janice Yuen, ainsi que David Charron (Haas School of Business-UC Berkeley) et Sara Olsen (SVT Group), qui ont facilité mes premiers pas à Berkeley.

Bibliographie

- Bromberger, A. (2011, Spring). A new type of hybrid. *Stanford Social Innovation Review*.
- Cates, R., & Larson, C. (2010). *Connecting CDFIs to the Socially Responsible Investor Community*. Ford Foundation.
- Chertok, M., Hamaoui, J., & Jamison, E. (2008, Winter). The Funding Gap. *Stanford Social Innovation Review*.
- Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique. (2007, Novembre). Le taux réduit d'impôt sur les sociétés pour les PME. *Lettre Tresor-Eco*.
- Emerson, J. (2003, Summer). The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns. *California Management Review*.
- Emerson, J., & Spitzer, J. (2007). *From Fragmentation to Function: Critical Concepts and Writings on Social Capital Markets' Structure, Operation, and Innovation*. Oxford: Oxford Said Business School; The Skoll Centre for Social Entrepreneurship.
- Emerson, J., Freundlich, T., & Fruchterman, J. (2007). *Nothing Ventured Nothing Gained, Addressing the Critical Gaps in Risk-Taking Capital for Social Enterprise*. Oxford: Oxford Said Business School, The Skoll Centre for Social Entrepreneurship.
- F.B. Heron Foundation. (2009). *Equity advancing equity*.
- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). *Investing for Social and Environmental Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry*. Cambridge, MA: Monitor Institute.
- Gaillard, G., & Sermier, J.-M. (2011). *Les modes de financement et de gouvernance des associations de protection de la nature et de l'environnement*. Rapports d'information parlementaires de l'Assemblée Nationale.
- Givord, P., Picart, C., & Toutlemonde, F. (2008). *La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME*. Dossiers INSEE.
- Hebb, T. (2010). *The role of Institutional Investors in Social Finance*. Carleton University.
- Hope Consulting. (2010). *Money for Good: The US Market for Impact Investments and Charitable Gifts From Individual Donors and Investors*.
- John, R. (2006). *Venture Philanthropy: the evolution of high engagement philanthropy in Europe*. Oxford: Said Business School, The Skoll Centre for Social Entrepreneurship.
- Kassan, J. (2010). *Reform of the US Securities Laws is Necessary for Impact Investing to Reach Full Potential*. Cutting Edge Capital.
- Kerlin, J. (2010). *A Comparative Analysis of the Global Emergence of Social Enterprise*. Voluntas: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations (Vol 21).
- Le Labo de l'ESS. (2009). *50 propositions pour changer de cap*.

-
- Lynch, K., & Walls, J. (2009). *Mission, Inc.: The Practitioner's Guide to Social Enterprise*. Berrett-Koehler Publ Inc.
- Observatoire National de l'Economie Sociale et Solidaire. (2009). *Atlas 2009 de l'économie sociale et solidaire en France et dans les régions*. Conseil National des Chambres Régionales de l'Economie Sociale (CNCRES).
- Observatoire National de l'Economie Sociale et Solidaire. (2010). *Panorama de l'économie sociale et solidaire en France et dans les régions*. Conseil National des Chambres Régionales de l'Economie Sociale (CNCRES).
- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M. (2010). *Impact Investments: An emerging asset class*. JP Morgan, Rockefeller Foundation, GIIN.
- Phills, J., Deiglmeier, K., & Miller, D. (2008, Fall). Rediscovering Social Innovation. *Stanford Social Innovation Review*.
- Shortall, J. (2009, Septembre). *Introduction to Understanding and Accessing Social Investment*.
- Tchernonog, V. (2007). *Les associations : financement, emploi, travail bénévole, évolutions*. Equipe Matisse, Centre d'économie de la Sorbonne, CNRS.
- The Center on Philanthropy at Indiana University. (2010). *GivingUSA 2010 : The Annual Report on Philanthropy for the year 2009*. Giving USA Foundation.
- Vercamer, F. (2010). *Rapport parlementaire sur l'Economie Sociale et Solidaire*.

Entretiens réalisés

- Derene Allen, UCSF, Social Enterprise Alliance
- Joe Avenatti, Director, RSF Mezzanine Fund
- Nicole Ballin, Entrepreneur social, Investors' Circle Fellow
- Catherine Berman, Fondateur de Global Brigade, Social Enterprise Alliance
- Brian Cayce, Principal, GrayGhost Ventures
- Alex Dang, Business development manager, Opportunity Fund
- Marc Dangeard, Fondateur, Entrepreneurs Commons
- Mike DelPonte, Executive Director, Sparkseeds
- Betsy Densmore, Consultante en entrepreneuriat social, Social Enterprise Academy, Los Angeles
- Antonia Jackson, Ashoka Youth Venture
- Jenny Kassin, Fondateur, Cutting Edge Capital
- Esther Kim (Portfolio Director), REDF
- Justin Martello, Conseiller financier, Effective Assets
- Tom McLaughlin, Directeur des activités de conseil, NonProfit Finance Fund (NFF)
- Roxanne Miller (Business Development Manager), REDF
- Kari Ness-Riedel, Executive Director, New Foundry Venture (spin off de Rubicon program)
- Dagmar Schroeder-Huse, Executive Director, The Bread Project
- Wes Selke, Principal, Good Capital, The Hub-Bay area

Lexique

CDFI (Community development financial Institutions): Institutions dédiées au financement de communautés défavorisées. Enregistrées auprès du Département du Trésor américain qui certifie leur objet social : les banques tenues dans le cadre du Community Reinvestment Act (CRA) d'investir dans les communautés défavorisées au sein desquelles elles sont implantées, peuvent remplir cette obligation en investissant dans ces intermédiaires. L'ensemble regroupe :

- des banques de dépôt et *credit unions*, dont les dépôts sont assurés (comme la plupart des établissements de dépôt) par le gouvernement fédéral (au travers du FDIC-Federal Deposit Insurance Corporation) ou la National Credit Union Administration ;
- des fonds d'investissement en capital, de prêts, et des fonds de garantie.

CDFI Fund et New Market Tax Credit : le CDFI Fund⁸⁹, géré par le Trésor américain, vise à développer les CDFI. Il a mis en place en 1994 (Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act) le New Market Tax Credit, un système d'incitation fiscale en faveur des communautés défavorisées. Grâce à ce programme, les CDFI les plus actives dans le développement des communautés à bas revenu et reconnues comme telles par le CDFI Fund (qui les certifie « CDE », Community Development Entity) sont habilitées à accorder des crédits d'impôts à leurs investisseurs privés, à hauteur de 39% du montant de leur investissement, mobilisables sur 7 ans. Cette mesure permet d'attirer, au delà des financements des banques commerciales tenues légalement (par le CRA) d'investir dans les communautés à bas revenu dans lesquelles elles opèrent, une communauté plus large d'investisseurs privés. Une incitation financière a également été mise en place au travers du Bank Enterprise Awards Program : il s'agit de subventions versées aux banques « traditionnelles », et destinées à faire lever sur leurs investissements en direction de CDFI.

Certains Etats incitent également les assureurs à investir dans les communautés défavorisées. Ainsi l'état de Californie a-t-il constitué le COIN (California Organized Investment Network), qui renseigne les assureurs sur les opportunités d'investissements communautaires et les assiste dans leur réalisation⁹⁰.

Donor advised fund : véhicule d'investissement philanthropique créé par un ensemble de particuliers/d'institutions au sein d'une fondation publique. Les donateurs décident de l'allocation de leurs actifs et la donation effectuée peut être déduite de leur revenu imposable jusqu'à 50% de ce dernier, reportable sur 5 ans si le plafond est atteint. Ce véhicule a été conçu comme une alternative aux fondations privées constituées par des entreprises ou des particuliers. L'argent ainsi placé attend d'être versé sous forme de subventions à des organisations sans but lucratif (*non profit*), mais peut en attendant être investi et porter intérêt sans être imposable.

⁸⁹ <http://www.cdfifund.gov>

⁹⁰ Thornley, Dailey, Building Scale in Community Impact Investing through Nonfinancial Performance Measurement, p.9

Table des Figures

Figure 1: Hybridation des formes juridiques et objectifs de rendement des capitaux investis	5
Figure 2: Quelques chiffres du secteur social et solidaire en France	6
Figure 3: Répartition des entreprises en démarrage en fonction du montant de leurs fonds propres (en k€)	9
Figure 4: Répartition des entreprises en démarrage en fonction de leur montant de capital de départ (en k€)	9
Figure 5: Rentabilité prévisionnelle (année 1), en proportion de leur CA, d'entreprises de plus de 2 ans	10
Figure 6: Répartition des entreprises en fonction de leur ratio Dette financière/Fonds propres (n-1)(*)	13
Figure 7: Ratio Dette MLT/Fonds propres (dernier bilan disponible, sur un total de 301 entreprises endettées à moyen terme)	13
Figure 8: Ratio Dette MLT/CAF (dernier états financiers disponibles et première année du plan d'affaires prévisionnel, sur l'ensemble des entreprises en développement)	13
Figure 9: Taux de survie comparés des ES et de l'ensemble des entreprises (hors EI) créées en France en 2002	14
Figure 10: Cutting Edge Capital plaide en faveur de l'accès des petites entreprises privées à l'épargne publique	19
Figure 11: Echelle des financements (fonds propres et quasi-fonds propres) des entreprises, par stade de développement	23
Figure 12: Spectre de l'investissement social, en fonction des rendements attendus (Shortall, 2009, Septembre)	29
Figure 13: "Mission- Related Investment continuum" (F.B. Heron Foundation, 2009)	29
Figure 14 : Phases of industry evolution (Freireich & Fulton, 2009)	38
Figure 15: Rendement moyen attendu par outil, pour un ensemble de 24 "investisseurs à impact"	43